

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI - GUIDO CARLI

**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DEGLI AFFARI
XX CICLO**

**STRUMENTI FINANZIARI “PARTECIPATIVI” (ART. 2346, ULT. CO., C.C.) E
DISCIPLINA DEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE**

Coordinatore: Chiar.mo Prof. Gustavo Visentini

Tutor: Chiar.mo Prof. Cosimo Sasso – Chiar.mo Prof. Antonio Blandini

Dottorando: Gregorio Consoli

INDICE

PREMESSA E PIANO DEL LAVORO	1
CAPITOLO 1 – INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE E TENTATIVO DI RICOSTRUZIONE DELLA STESSA. POSIZIONAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI RISPETTO ALLA CLASSIFICAZIONE IN STRUMENTI DI <i>EQUITY</i> E STRUMENTI DI <i>DEBT</i>. IL C.D. <i>EQUITY DEBT CONTINUUM</i>.	6
1. <i>L'evoluzione del finanziamento societario.....</i>	6
2. <i>Individuazione delle fattispecie accomunate dal nomen iuris strumenti finanziari.....</i>	19
3. <i>Rapporto giuridico derivante dalla titolarità dello strumento finanziario. Alterità rispetto all'azione e all'obbligazione.....</i>	27
4. <i>Strumenti finanziari: categoria unitaria o pluralità di fattispecie</i>	39
5. <i>Strumenti finanziari come categoria residuale e di chiusura.</i>	52
CAPITOLO 2 – I LIMITI INTERNI, NEGOZIALI E DI SISTEMA ALLA CREAZIONE ED EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI.	57
1. <i>Funzione dei diritti amministrativi attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari. Poteri di voice e controllo e poteri gestori. I limiti ai diritti amministrativi attribuibili</i>	57
1.1 <i>Le esperienze straniere di riferimento.....</i>	59
1.2 <i>Diritti amministrativi e patrimoniali: necessità di compresenza?- La neutralità della causa dello strumento previsto dal codice. La strumentalità dei diritti attribuibili rispetto alla causa sottostante l'apporto.</i>	69
1.3 <i>Limiti di carattere generale alla dotazione di diritti amministrativi. Limiti espressi e limiti impliciti dettati dalla funzione.</i>	75
2. <i>I diritti amministrativi attribuibili.....</i>	79
2.1 <i>Il diritto di voto. L'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti e la limitazione del voto agli argomenti specificamente indicati.</i>	79
2.2 <i>Il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. .</i>	91

2.3 Gli altri diritti attribuibili: diritti di informazione e di impugnazione e i diritti para-amministrativi (diritto di opzione e recesso)....	105
3. La disciplina dei limiti quantitativi all'emissione.....	110
3.1 Funzione dei limiti all'emissione. Aspetti relativi alla stabilità finanziaria della società e tema relativo alla correlazione tra rischio e potere.	111
3.2 Limiti di emissione degli strumenti finanziari quasi debt. La portata antielusiva dell'articolo 2411 nella emissione di strumenti finanziari. I limiti quantitativi previsti dalla disciplina di settore bancario.....	113
3.3 I limiti quantitativi all'emissione di strumenti quasi equity. La ricaduta dell'applicazione del principio della correlazione tra rischio e potere. Applicabilità delle previsioni in materia di azioni speciali.....	125
CAPITOLO 3 – L'IMPATTO DELLA DISCIPLINA DEGLI STRUMENTI IBRIDI PARTECIPATIVI SUL RAPPORTO DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELLE BANCHE	129
1. La funzione delle regole sulla partecipazione al capitale delle banche. La disciplina delle partecipazioni bancarie: quadro normativo di riferimento, ratio e finalità prudenziali della disciplina.....	130
1.1 Il principio di separatezza banca-industria	132
1.2 Il controllo qualitativo dei partecipanti al capitale. La “sana e prudente gestione” come criterio guida dell'attività di vigilanza.....	137
1.3 Le altre disposizioni rilevanti: requisiti di onorabilità e obblighi di comunicazione	141
2. La modifica del rapporto di partecipazione al capitale sociale delle banche e le nuove regole sulle partecipazioni e sul controllo delle banche: la delibera CICR del 19 luglio 2005	145
2.1 La nuova nozione di “partecipazione rilevante” ai fini della disciplina sugli assetti proprietari.	147
2.2 Il potere di influenza sulla società come elemento centrale della disciplina: il diritto di nomina di componenti degli organi della	

<i>banca e il potere di condizionare le scelte organizzative o gestionali di carattere strategico.</i>	<i>150</i>
<i>2.3 Le limitazioni poste all'autonomia negoziale della società bancaria nell'adozione dello strumento di finanziamento "strumento finanziario partecipativo"</i>	<i>163</i>
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	175
BIBLIOGRAFIA	180

PREMESSA E PIANO DEL LAVORO

Il fine di politica legislativa perseguito con l'introduzione della categoria degli strumenti finanziari partecipativi (e non) era quello di "*ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale*"¹. Tralasciando le finalità, evidentemente più ristrette, che il legislatore si era posto², pare che il risultato delle norme introdotte, nel perseguimento delle stesse, sia stato tale da incidere, inevitabilmente, sul rapporto e la distinzione tra capitale e debito, schiudendo scenari innovativi e "*sollecitando la fantasia negoziale degli operatori a costruire strumenti di finanziamento (...) con una libertà prima d'ora non goduta*"³. Se, sul piano delle attribuzioni patrimoniali, anche l'ordinamento pre-riforma consentiva (in particolare per alcuni soggetti) una gradazione dei diritti attribuibili ai finanziatori dell'impresa sociale tra i due estremi rappresentati dai diritti riconosciuti all'azionista e all'obbligazionista, la novità degli strumenti in parola – ed è questa una novità assoluta della Riforma – insiste nella possibilità di riconoscere ai portatori diritti amministrativi, anche scollegati dalla tutela di

¹ Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

² Vedi BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. Comm.*, 2004., p. 469, il quale individua la *ratio* del nuovo strumento introdotto nel fornire un mezzo per consentire ad un soggetto la partecipazione alla vita amministrativa o ai risultati patrimoniali di una società a fronte di un conferimento (anche di opere o servizi) che non potrebbe essere imputato a capitale. Sul tema del possibile eccesso di delega, si veda oltre allo stesso BLANDINI (che richiama anche la posizione sul punto di PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. Dir. priv.*, 2002.), anche DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *I quaderni della Rivista di Diritto Civile – Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, 2004, p. 262. Tale ultimo A. parla espressamente di *forzatura* circa la possibilità di apportare opera o servizi con riferimento al testo della legge delega ove la possibilità di emissione degli strumenti finanziari in parola era finalizzata ad agevolare il ricorso al mercato dei capitali.

³ CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno 2005, p. 383.

interessi di categoria, tali da incidere sulla formazione della volontà sociale.

Obiettivo del presente lavoro è affrontare la tematica relativa all'impatto dell'introduzione nell'ordinamento degli strumenti in parola sulla *governance* societaria bancaria e, in ultima analisi, sulla disciplina degli assetti proprietari delle banche.

La linea di conduzione dell'indagine che si intende seguire parte necessariamente dall'individuazione del profilo della fattispecie "strumenti finanziari partecipativi" e dal tentativo di trovarne l'inquadramento sistematico. Come si dirà meglio in appresso tale tentativo di inquadramento sistematico passa per l'individuazione dei profili tipologici degli strumenti introdotti dal legislatore della riforma, anche tramite un raffronto, per differenza, con gli strumenti tipici previsti in vigenza della vecchia disciplina.

Una volta individuati i profili tipologici della categoria, per procedere nello sviluppo dell'analisi, occorre focalizzare l'attenzione su alcuni aspetti della disciplina degli strumenti finanziari stessi, con il fine di meglio comprendere la capacità di incidenza sulla formazione della volontà sociale e le potenzialità di sviluppo che tali strumenti potranno avere.

In questa prospettiva, assumono rilievo, in prima istanza i profili di disciplina riguardanti i *limiti interni* alla creazione di strumenti finanziari, che si estrinsecano sul piano dei diritti – amministrativi e patrimoniali – astrattamente attribuibili agli stessi. Il completamento dell'analisi (per i fini del presente lavoro) dovrà poi passare per l'individuazione dei *limiti esterni* all'emissione di tali strumenti, al fine di delimitare l'esatta portata dell'influenza che i portatori degli strumenti stessi possono esercitare sulla gestione dell'impresa sociale.

Gli approfondimenti sopra indicati, che potrebbero ritenersi oziosi nel contesto dell'obiettivo prefissato, sono invece propedeutici all'approccio della tematica relativa all'impatto dell'introduzione nell'ordinamento degli strumenti in

parola sulla disciplina degli assetti proprietari delle banche.

L'individuazione dei diritti amministrativi attribuibili pare necessaria, infatti, per mettere a fuoco la *forza* di cui tali strumenti possono essere dotati, mentre l'individuazione dei limiti all'emissione dovrà fornire una chiara visione dei confini quantitativi entro cui tale *forza* potrà estrinsecarsi.

Sul primo punto, mi pare che il tema centrale insista nell'individuazione della portata e della funzione dei diritti amministrativi attribuibili. Come si vedrà tale individuazione è in qualche modo legata alla tipologia e alla portata dei diritti economici attribuiti agli stessi strumenti; in tale prospettiva non appare possibile trattare un argomento senza contestualmente accennare, seppure sommariamente, all'altro.

In generale, si è discusso se i diritti amministrativi attribuibili agli strumenti abbiano una funzione di consentire al portatore un controllo dell'investimento effettuato (sulla falsariga dei diritti minori attribuiti all'organizzazione degli obbligazionisti) ovvero abbiano la (diversa) funzione di consentire una co-gestione dell'impresa sociale. La soluzione a tale questione è essenziale anche nell'ambito dello svolgimento del lavoro, giacché qualora i diritti attribuibili fossero solo nel senso del controllo dell'investimento e si escludessero poteri di influenza nella gestione dell'impresa sociale, la rilevanza dell'introduzione della fattispecie strumenti finanziari sulla disciplina degli assetti proprietari delle banche sarebbe pressoché nulla, giacché tale ultima disciplina si occupa, appunto, del controllo o dell'influenza dominante sulle imprese bancarie.

In tale contesto potrà essere di aiuto una prospettiva comparatistica. In tale prospettiva, in particolare, si potrà notare che il riconoscimento di poteri di co-gestione o di influenza forte è diffuso nel sistema statunitense e in quello britannico, laddove è generalmente riconosciuta la possibilità di garantire ai finanziatori diversi dai soci il potere di interazione nella determinazione della volontà sociale, mentre la limitazione dei diritti amministrativi ad un'ottica di controllo dell'investimento e di tutela della posizione della categoria appare

adottata nei sistemi dell'Europa continentale.

Come si dirà meglio nel testo la nuova disciplina, seppure con alcuni significativi limiti, sembra affidare all'autonomia negoziale la scelta tra compartecipazione al governo e difesa dell'investimento, con ciò confermando la rilevanza del tema dell'influenza sulla gestione dell'impresa bancaria.

Messa a fuoco la *forza* di cui gli strumenti finanziari possono essere dotati, si tratterà dunque di indagare i confini quantitativi entro cui tale *forza* può, in principio, estrinsecarsi. È questa la parte di indagine incentrata sull'individuazione di *limiti esterni*, o di sistema, all'emissione di tali strumenti.

Una volta che si sarà tentato di valutare, su un piano generale, l'estensione della fattispecie introdotta dalla nuova disciplina societaria e la *forza* della stessa nell'ambito dell'ordinamento generale si procederà con il valutare l'impatto di detta fattispecie sulla disciplina della partecipazione al capitale delle banche.

Tale analisi potrebbe, in astratto, essere condotta sotto molteplici profili: (i) prendendo in considerazione la *componente patrimoniale* degli strumenti finanziari, si potrebbero valutare le emissioni di strumenti finanziari previsti dal codice quali strumenti di patrimonializzazione alla luce della disciplina sul capitale delle banche⁴, (ii) focalizzando l'attenzione sulla componente dei *diritti amministrativi* attribuibili ai possessori di strumenti finanziari si potrebbe valutare l'effetto di essa sulla disciplina degli assetti proprietari e di controllo delle banche o (iii) infine, si potrebbe valutare l'utilizzo di tali strumenti quali strumenti di investimento delle banche e, quindi, alla luce della disciplina della partecipazione delle banche in società non bancarie e finanziarie.

⁴ Si vedano gli esempi formulati in FRASCA F., *Nuovo diritto societario e intermediari bancari e finanziari*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 277; si veda inoltre SEPE M., *La costituzione di banche*, cit., p. 274 e ss.

Tra i diversi ambiti di indagine sopra individuati, si intende procedere, in questa sede, all'analisi delle implicazioni che l'introduzione di tali strumenti ha sulle regole che disciplinano il rapporto di partecipazione al capitale delle banche, che sembrano essere quelle su cui maggiore è stato l'impatto della riforma⁵.

La disciplina di settore bancaria regola la partecipazione al capitale delle banche in maniera piuttosto pregnante. Come rilevato dalla stessa Banca d'Italia, tale regolamentazione di settore persegue in via generale l'obiettivo di evitare che i soggetti che possono influire sulla gestione delle banche possano esercitare loro poteri in pregiudizio della gestione sana e prudente della banca.

Come già sottolineato e come si avrà modo di specificare, con l'introduzione della fattispecie *strumenti finanziari* si è verificato, nel nostro sistema, un profondo mutamento del concetto di partecipazione sociale e della concezione organizzatoria dei rapporti interni dell'impresa. Alla luce di tali considerazioni e degli obiettivi della disciplina degli assetti proprietari delle banche, è evidente come tutto ciò abbia un significativo impatto sulla disciplina di settore, seppure nel rispetto delle peculiarità del regime disciplinare finalizzato alla tutela degli interessi pubblicistici che vengono in rilievo nell'esercizio dell'attività bancaria⁶.

⁵ SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 85.

⁶ Cfr. CAPRIGLIONE F., *Applicabilità del nuovo diritto societario agli intermediari bancari e finanziari. Problemi e prospettive*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 2ss.

CAPITOLO 1 – INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE E TENTATIVO DI RICOSTRUZIONE DELLA STESSA. POSIZIONAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI RISPETTO ALLA CLASSIFICAZIONE IN STRUMENTI DI *EQUITY* E STRUMENTI DI *DEBT*. IL C.D. *EQUITY DEBT CONTINUUM*.

1. L'evoluzione del finanziamento societario

Il diritto societario pre-riforma era improntato al principio di tipicità della società⁷ e all'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale. Esso era basato sulla tradizionale distinzione tra capitale di rischio (o, semplicemente, capitale) e capitale di debito (o, semplicemente, debito)⁸; nel riflettere tale dicotomia si delineava un dualismo tra partecipazione azionaria e obbligazione, quali due distinte categorie tipiche di strumenti attraverso cui la società acquisiva mezzi propri e mezzi di terzi⁹.

Il dualismo azione-obbligazione non era e non è, peraltro, una peculiarità del solo sistema italiano (o dei sistemi continentali), ma era diffuso, seppure con

⁷ SPADA P., *La tipicità della società*, Padova, 1974, *passim*.

⁸ Ricorda LAMANDINI M., *Struttura finanziarie e governo nelle società di capitali*, 2001, p. 11, che la distinzione tra capitale e debito è alla base dell'analisi del finanziamento dell'impresa e mantiene inalterato il suo significato in ogni ordinamento. L'A. cita, sul punto, un testo di HAMILTON R.W. (*Corporations, Including Partnership and Limited Liability Companies. Cases and Materials*, St. Paul, 1998) in cui è contenuta una descrizione della distinzione tra capitale azionario e debito, cui si rimanda. Su un piano legale, ancora nei sistemi anglosassoni, sia consentito rimandare alla distinzione tracciata da DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London, 1997, p. 299, per il quale "*the basic legal distinction between shares and debentures is that a shares constitute the holder a member of the company, whereas the debenture-holder is a creditor of the company but not a member of it*". Nel nostro sistema, sulla distinzione tra apporto di capitale e prestito, si veda, SPOLIDORO M.S., *Voce "Capitale Sociale"*, in *Enc. Dir.*, aggiornamento IV, Milano, 2000, p. 200.

⁹ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, Atti del convegno *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese*, Firenze, 16 novembre 2002, reperibile sul sito www.notarlex.it, 2002, p. 2; CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno 2005, p. 382 ss.

significative differenze, nel mondo anglosassone¹⁰. In tali sistemi, tuttavia, partendo da strumenti finanziari tipizzati è possibile creare, aggiungendo o eliminando caratteristiche dell'uno o dell'altro tipo, innumerevoli strumenti di finanziamento tali da elidere ogni soluzione di continuità tra il tipo azionario e quello obbligazionario¹¹.

Diversamente, nel sistema italiano pre-riforma, lo spazio concesso all'autonomia statutaria era piuttosto limitato e ciò si giustificava nell'ambito di una tradizione consolidata che richiedeva la necessità di rispettare principi stringenti come contropartita del beneficio della responsabilità limitata ai conferimenti dei soci¹². Alla disciplina della società per azioni del codice del 1942 risultava estranea una visione dell'impresa sociale "*come strumento per un'efficiente raccolta di capitale ed una sua ottima allocazione in investimenti produttivi*"¹³ e non era dato, in ultima analisi, alcun rilievo al problema dinamico di come incentivare la partecipazione alle società per azioni da parte di detentori di capitali.

Il sistema di finanziamento previsto dal legislatore si basava dunque sul presupposto che il capitale di rischio venisse principalmente dai *soci imprenditori* e, quando gli apporti di capitale (o l'autofinanziamento) non fossero in grado di far fronte all'esigenze dell'impresa, si facesse ricorso al mercato bancario.

In tale prospettiva, l'impianto della disciplina codicistica ante-riforma non

¹⁰ Cfr. HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, West Group - Hornbook Series, 1983, p. 379, ove si legge "*The two main types of securities, each with many variants, are (a) debt securities, which create a debtor-creditor relationship between the corporation and the holder, and (b) equity securities, which create or contemplate the creation of a shareholder relationship*".

¹¹ Cfr., in tal senso, ancora HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, West Group – cit., p. 409 che, nel rilevare la sostanziale inutilità di *hybrid securities*, affermava che "*Conventional types of securities are available in sufficient variety to reflect almost any desirable division of risk, income and control*".

¹² RABITTI BEDOGNI C., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. della Banca e del Mer. Fin.*, 2003, p. 185.

¹³ PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1993, p. 492ss.

contemplava, secondo quanto rilevato da numerosi commentatori, un numero adeguato di strumenti di raccolta di capitale (di rischio e di debito)¹⁴. Entro i contorni tipicamente rigidi delle figure codicistiche (azioni e obbligazioni) si esaurivano le possibilità di finanziamento diretto dell'impresa costituita in forma societaria¹⁵.

Così, seppure nell'ambito azionario era consentita la creazione di una pluralità di forme di partecipazione alla società e al capitale, tramite la creazione di categorie speciali di azioni, l'articolo 2348, secondo comma, cod. civ., che tale creazione consentiva, è stato spesso interpretato in modo restrittivo¹⁶ con il risultato che l'utilizzo degli strumenti di capitale è rimasto sostanzialmente limitato, per lungo tempo e per la grande maggioranza delle società, alle tipologie di azioni speciali previste dal codice¹⁷.

Allo stesso modo, seppure l'assetto codicistico ante-riforma consentiva alle società per azioni l'emissione di obbligazioni, esso prevedeva rigidi limiti

¹⁴ Per alcune considerazioni sul reperimento di mezzi finanziari da parte delle società in costanza della precedente disciplina, si veda SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, p. 5ss; FORESTIERI G. – MOTTURA P., *Il sistema finanziario*, Milano, 1998.

¹⁵ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2003, p. 543.

¹⁶ Si veda in tal senso TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Rivista delle Società*, 2004, I, p. 1088, in cui si sottolinea che, anche nella prassi, tale norma è stata intesa in modo estremamente restrittivo con il risultato di identificare le categorie speciali di azioni esclusivamente con quelle espressamente previste dal legislatore (azioni di risparmio, privilegiate e a voto limitato). In tale ultimo senso si veda BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società*, COLOMBO- PORTALE (a cura di), II, Torino, 1991, p.51.

¹⁷ Non è mancata autorevole dottrina che ha rimarcato come, anche prescindendo dalle speciali figure introdotte con la c.d. miniriforma del 1974 e con il testo unico dell'intermediazione finanziaria (rispettivamente legge 7 giugno 1974, n. 216 e Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58), le obbligazioni direttamente convertibili e le azioni di risparmio, le due figure tipiche delle azioni e delle obbligazioni consentivano una “non disprezzabile elasticità”; in tal senso si veda anche NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari* (...), cit., p. 2, ove l'A. sottolinea come tra i due estremi sia possibile dare vita ad una serie di possibili varianti tale da configurare una “gamma di tipologie intermedie (quasi) senza soluzione di continuità”. È da notare come lo stesso A. rilevi i notevoli dubbi e i significativi fattori di rigidità dei modelli tipici che, associati al confronto comparatistico, hanno indotto ad una profonda riflessione sulla struttura finanziaria della società per azioni.

all'emissione¹⁸ volti a soddisfare “l'esigenza di una equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti”¹⁹ e non prevedeva, in alcun modo, *tipi speciali* di obbligazione²⁰.

Tale rigidità si accompagnava allo scarso ricorso, da parte delle società, all'emissione di titoli atipici data anche la non pacifica ammissibilità degli stessi. Invero, la possibilità di emettere titoli atipici, al di fuori di quelli espressamente previsti dalla legge, è stata a lungo discussa con riguardo ai titoli di credito. Parte prevalente della dottrina, partendo dall'impostazione antecedente il codice del 1942²¹, considerava il titolo di credito come un fenomeno eccezionale, ammissibile nelle sole ipotesi previste dal legislatore²².

¹⁸ Sulla *ratio* dei limiti all'emissione di obbligazioni e, in generale, sull'equilibrio tra mezzi propri e finanziamenti di terzi, si veda LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 103 e ss. ID., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa*, 2003, I, p. 9. Cfr. anche PETTITI D. *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964; MONTESANO, *Emissioni di obbligazioni: limite del capitale sociale e bilancio ex art. 2410 c.c.*, in *Le Società*, 1996, p. 530.

¹⁹ Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, che continuava “*si è in presenza di una tecnica volta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio*”:

²⁰ Sull'impossibilità di raccogliere pubblico risparmio con strumenti finanziari diversi dal prestito obbligazionario, si veda, per tutti, LIBONATI, in *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980, p. 43 e ss. Nello stesso senso, di recente TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1089. Per una disamina dei *tipi speciali* enucleati nella prassi si veda AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di tipo speciale*, in *Le società*, 1991, pp. 332 ss. e, con riferimento alle obbligazioni specificamente emettibili dalle banche, GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1997, I.

²¹ ASCARELLI, *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, p. 253; ID, *Titoli di credito*, in *Nuovo dig. It.*, Torino, 1938, p. 220.

²² Sulla inammissibilità dei titoli di credito atipici astratti anche in vigenza del codice del 1942, si veda ASCARELLI, *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954, I, p. 369. Tale A., pur ricostruendo la libertà di emissione sul principio dell'autonomia privata di cui all'articolo 1322 cod. civ., riteneva operante il principio della causalità dell'obbligazione e riaffermava, per tale via, la tesi dell'inammissibilità dei titoli sopra citati. In ultima analisi egli, nell'affrontare il problema della ricostruzione tipologica del titolo di credito, ha per un verso negato alla volontà negoziale l'idoneità a crearlo e, per altro verso, ha escluso che il fenomeno potesse risolversi nelle figure legalmente tipiche, pervenendo alla conclusione che elemento tipizzante del documento cartolare è “*la destinazione alla circolazione secondo la*

Di tal che si negava la possibilità per i soggetti di fare ricorso ad un generico potere di creazione di titoli di credito al di fuori delle fattispecie tipicamente previste nell'ambito dell'ordinamento²³.

La libertà di creazione di titoli di credito era invece sostenuta da altra parte della dottrina, che attribuiva portata applicativa generale al principio dell'autonomia negoziale²⁴, per il quale l'autonomia privata può esplicarsi anche in forme non previste specificamente dall'ordinamento, purché ciò avvenga per la realizzazione di interessi meritevoli di tutela e comunque nei liti posti dall'articolo 2004 cod. civ.²⁵.

valutazione sociale". Per una ricostruzione, in senso critico, degli argomenti interpretativi volti a negare il riconoscimento all'autonomia di emissione di titoli di credito, si veda, per tutti, MARTORANO F., *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1978, I, p. 385 e ss e, di recente, ID., *Titoli di credito*, Milano, 1997, p. 169 e ss.

²³ Più di recente, sull'inesistenza di una generale libertà negoziale di emettere titoli atipici, si veda PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 711 e ss. Sul tema si veda l'importante contributo di SPADA, *Fattispecie e disciplina cartolari*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, p. 54 e ss.

²⁴ Cfr. SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, cit., 2004, p. 285. Sull'autonomia negoziale nella creazione dei titoli atipici si veda FERRI G., *Sul concetto di titolo di credito*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 1956, I, p. 322 ss; LIBONATI, *Titoli atipici e non (I certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1985, I; MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, cit., 386 e ss.; OPPO, *Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sul titolo di credito*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1979, II, p. 185 e ss. . Sulle difficoltà di assimilazione tra autonomia negoziale del mondo privatistico e autonomia statutaria nella disciplina delle società (e relative conseguenze) si veda FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., I, p. 68 e ss.

²⁵ MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, cit., 389. Secondo tale A. un argomento ulteriore per affermare la piena libertà di creazione di titoli di credito si trova nell'interpretazione posta dall'articolo 2004 cod. civ, alla libertà di emissione. Infatti, tale disposizione pone un limite specifico all'emissione *al portatore* di titoli di credito contenenti l'obbligazione di pagare una somma di danaro e, così facendo, secondo l'A., assume un chiaro significato permissivo. Nello stesso senso FERRI G., *I titoli di credito*, Torino, 1958, p. 110 e ss.; LA LUMIA, *Il problema della libertà di emissione dei titoli di credito atipici o innominati*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 1942, I, p. 22 e ss.; ASCARELLI, *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, I, p. 397 e ss.; D'ALESSANDRO, "Fattispecie" e "Disciplina" del titoli azionario, in *Riv. Dir. civ.* 1971, I, p. 529. In senso contrario PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, cit., p. 712.

Prescindendo in questa sede dall'affrontare una tematica che, per importanza e complessità, esula dall'impostazione del lavoro e sulla quale si è formata, in sede teorica, una ricca letteratura²⁶, basti ai nostri fini ricordare che, anche a causa di tali incertezze interpretative (o forse proprio a causa di queste), il ricorso da parte delle società per azioni alla creazione di titoli atipici quali strumento di finanziamento dell'impresa è stato, quantomeno fino agli anni ottanta, estremamente limitato²⁷. Si ricordano, tra i pochi tentativi di dare luogo a titoli atipici, i titoli rappresentativi di un diritto di associazione in partecipazione²⁸ di cui si dirà in appresso nel testo.

Il sistema sopra delineato, basato su una rigida ripartizione tra azioni e obbligazioni e su una sostanziale impossibilità di fare ricorso a strumenti di finanziamento ibridi, è entrato in crisi a partire dagli anni settanta, quanto le imprese costituite in forma societaria si sono trovate a competere con imprese di altra nazionalità che avevano la possibilità di emettere una variegata tipologia di strumenti di finanziamento e di ottenere una struttura di finanziamento complessivamente più efficiente e meno costosa rispetto alla combinazione di soli strumenti azionari e obbligazionari²⁹.

²⁶ Da ultimo, sia consentito rimandare per una ricostruzione critica del dibattito dottrinario relativo alla libertà di emissione dei titoli di credito da parte di società a MARTORANO F., *Titoli di credito*, cit., p. 169 e ss.

²⁷ Cfr. PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, cit., p. 705, il quale ricorda come, su un piano pratico, il dibattito ha iniziato ad assumere rilevanza nella prima parte degli anni ottanta allorquando hanno iniziato a diffondersi sul mercato titoli atipici di massa emessi con la mediazione di enti finanziari diversi dalle tradizionali istituzioni creditizie.

²⁸ Cfr. LA VILLA G., *Titoli rappresentativi di associazione in partecipazione*, in *Banche e Banchieri*, 1979; LIBONATI, *titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1985, I, p. 473ss.; AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980; PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982; e specificamente sull'associazione in partecipazione si veda, senza pretesa di completezza, BONDAVALLI D., *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1995; DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.

²⁹ Per valutare la rilevanza data al tema della *capital structure* (intesa come *mix* tra capitale proprio e debito nelle società) nei sistemi anglosassoni, sia in termini di efficienza che di regolamentazione, basti rimandare a BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, cit., 500 e ss.

E un esempio lampante al riguardo è stato quello degli strumenti ibridi di patrimonializzazione (prestiti subordinati e irredimibili) previsti dalla disciplina di settore bancaria³⁰ che, a seguito dell'adozione, da parte del Comitato di Basilea³¹, del c.d. Accordo di Basilea³² e della prima direttiva sul capitale sono stati introdotti nel nostro ordinamento.

In generale, il testo unico bancario del 1993 è intervenuto in maniera significativa sul rapporto tra banca e finanziamento dell'impresa e, con l'introduzione delle due figure ibride sopra richiamate, ha introdotto nel nostro sistema figure intermedie tra azioni e obbligazioni³³, che, come meglio si dirà di seguito, hanno avuto un impatto sulla definizione del concetto stesso di obbligazione³⁴ e forniscono un utile strumento per la valutazione di alcune tipologie di strumenti finanziari introdotti con la riforma. Per tale ragione

³⁰ Su tale tipologia di prestiti, di cui non è possibile trattare diffusamente nel presente lavoro, si vedano, FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Quaderni di giur. comm.* 2000; GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1997, I, p. 239 e ss; CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in PORTALE (a cura di) *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983, p. 340 e ss; MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1994, I, p. 489.p. 487 e ss; LAMANDINI, *Perpetual Notes e obbligazioni a lunga e lunghissima durata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991. p. 606 e ss; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, COLOMBO-PORTALE (diretto da), Torino, 1998; PORTALE G. B., "Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (*Appunti*), in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996.

³¹ Il Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria è un consesso di autorità di vigilanza costituito dai governatori delle Banche Centrali del Gruppo dei Dieci nel 1975. Esso è formato dai rappresentanti delle autorità di vigilanza bancaria e delle banche centrali di: Belgio, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Inghilterra, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Il Comitato si riunisce, normalmente, presso la *Bank for International Settlements* che ha sede a Basilea ove si trova altresì il Segretariato Permanente del Comitato.

³² L'Accordo sul capitale del 1988, adottato dal Comitato di Basilea introdusse per la prima volta formalmente i requisiti patrimoniali per le banche attive a livello internazionale. Tale accordo, adottato, su un piano formale, come accordo tra le autorità di vigilanza dei paesi del G10 divenne di generale applicazione tramite il recepimento delle disposizioni formulate nello stesso nell'ambito di una direttiva comunitaria.

³³ GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 253; CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 360; MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 489.

³⁴ MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 488.

appare forse opportuno soffermarsi, seppure brevemente, in una descrizione degli stessi.

Il riconoscimento di tali figure a livello di normativa primaria³⁵ è avvenuto con la previsione di cui al settimo comma dell'articolo 12 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (d'ora innanzi, per brevità, testo unico bancario o t.u.b.), che ha disciplinato espressamente la facoltà per le banche di emettere prestiti subordinati e prestiti irredimibili, anche sotto forma di obbligazioni e, a determinate condizioni, di computare le somme raccolte ai fini del patrimonio di vigilanza.

Secondo quanto indicato nella disciplina di attuazione della disposizione sopra richiamata³⁶, i tratti caratterizzanti dei prestiti subordinati³⁷ sono (a) la postergazione delle pretese dei titolari di tali strumenti, in caso di liquidazione dell'ente emittente, alle ragioni di tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati; (b) una durata del rapporto pari o superiore a 5 anni o, qualora la scadenza sia indeterminata, la previsione di un preavviso di almeno 5 anni rispetto alla data di rimborso; (c) la possibilità di rimborsare anticipatamente le passività solo su iniziativa dell'emittente e previo nulla osta della Banca

³⁵ Come notato da GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 252, la prima comparsa di tali strumenti nel mondo bancario è avvenuta ben prima dell'emanazione del t.u.b. con l'adozione di una circolare da parte della Banca d'Italia (1990) in assenza di qualsiasi supporto legislativo. La prima normativa primaria in materia è stato il d.lgs. 10 settembre 1991, n. 302 concernente la disciplina dei fondi propri delle banche, dapprima abrogata e delegificata per mezzo del d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481 e poi confluita e riordinata nel t.u.b.

³⁶ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le banche (Titolo IV, Capitolo 1).

³⁷ Nel senso che devono avere i requisiti indicati nel testo per poter essere presi in considerazione e concorrere a formare il patrimonio di vigilanza della banca emittente. Le Istruzioni cui si fa riferimento non sono state emanate in esercizio di un potere conformativo, ma sono state emanate nel contesto delle disposizioni in tema di patrimonio di vigilanza. Alla luce di ciò, le caratteristiche poste dall'Autorità di vigilanza non sono prescrittive per le banche vigilate, ben potendo queste ultime passività subordinate con caratteristiche diverse. Tuttavia, in caso di emissione di strumenti aventi caratteristiche difformi da quelle previste dalla disciplina le risorse così raccolte non potrebbero essere computate ai fini del patrimonio di vigilanza. Alla luce di ciò, la disciplina dettata dalla Banca d'Italia può essere quindi intesa come volta ad esprimere un generale *favor* nei confronti degli strumenti conformi ai requisiti indicati nella normativa.

d'Italia. Inoltre i regolamenti dei titoli non possono presentare clausole in forza delle quali, in casi il debito diventa rimborsabile prima della scadenza³⁸.

Sul piano della funzione economica, le caratteristiche di tale tipologia di strumenti sono tese a consentire alla banca di reperire risorse da investitori disposti a legare le aspettative di remunerazione sull'investimento all'andamento dell'impresa bancaria e, di conseguenza, ad acconsentire a rimanere insoddisfatti qualora la situazione patrimoniale della banca non consenta l'integrale pagamento degli altri creditori³⁹. Resterebbero comunque integre le ragioni creditorie ad essere rimborsati in via prioritaria rispetto a coloro che hanno conferito nella società capitale di rischio⁴⁰. Su un piano economico, quindi, tali strumenti si caratterizzano quali strumenti di debito, seppure con un maggiore tasso di *rischiosità* rispetto alle obbligazioni *senior*.

Sul piano giuridico, invece, la caratteristica principale degli strumenti in parola è la clausola di *postergazione*, che ha come effetto immediato quello di alterare l'ordine legale di preferenza dei crediti facendo sì che il prestatore subordinato rinunci, con la sottoscrizione del titolo, all'applicazione della *par condicio* nei suoi confronti⁴¹.

Seppure non è questa la sede per affrontare in maniera compiuta questo aspetto, in dottrina è stato affrontato, e prevalentemente risolto positivamente⁴², il tema della compatibilità tra l'apposizione all'obbligazione di rimborso di una condizione che subordina l'adempimento a una condizione sospensiva riferita alla situazione patrimoniale del debitore con la causa di

³⁸ Al fine di assicurare che, pur in assenza di un obbligo di rimborso anticipato, l'emittente sia forzato, su un piano economico, ad esercitare l'opzione di rimborso anticipato, le Istruzioni limitano fortemente la possibilità che i contratti prevedano clausole di revisione automatica del tasso di remunerazione (c.d. *step up*). In particolare, le Istruzioni prevedono che eventuali clausole di *step up* possano essere esercitate solo *dopo il quinto* anno di vita del prestito e l'ammontare dello *step up* sia inferiore all'1%.

³⁹ Cfr. FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, 2000, p. 116.

⁴⁰ CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in PORTALE (a cura di) *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983, p. 349.

⁴¹ GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 255.

⁴² Per tutti, CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 426,

finanziamento, tipica della fattispecie obbligazionaria⁴³. La soluzione positiva del quesito dipenderebbe anche dalla circostanza che l'evento dedotto come condizione non sarebbe da considerarsi come rimesso alla mera volontà dell'obbligato, essendo invece collegato alla possibilità oggettiva di far fronte alle obbligazioni assunte.

L'articolo 12 del t.u.b., stabilendo che l'emissione di prestiti subordinati può avvenire sotto forma di prestito obbligazionario, sembra quindi sancire, in linea con la dottrina prevalente⁴⁴, la compatibilità di tale tipologia di strumento finanziario con la fattispecie obbligazionaria e, in ultima analisi, la compatibilità delle clausole di postergazione con la fattispecie obbligazionaria stessa⁴⁵. Il legislatore del t.u.b. si preoccupa, sul punto, che siano riprodotti nel titolo gli elementi "minimi" richiesti per il prestito obbligazionario, disponendo, in particolare, che il titolo contenga una chiara indicazione delle clausole che regolano il rimborso di tali prestiti e che tali clausole devono essere approvate per iscritto dal cliente. Tale previsione consente inoltre di superare alcuni dubbi posti dalla dottrina precedente il t.u.b. e di ritenere la clausola di postergazione come dotata di *efficacia reale* e produttiva di effetti

⁴³ È stato a lungo dibattuto, in dottrina, se la rinuncia all'applicazione della *par condicio* e la postergazione rispetto agli altri creditori della società debba essere considerata alla stregua di un termine apposto all'obbligazione di rimborso (oltre allo stesso GALLETTI, cit., p. 258; CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 360) ovvero debba configurarsi una vera e propria condizione apposta all'obbligazione. In tale ultimo senso sembra esprimersi PORTALE G. B., "Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (Appunti), in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996, p. 4 e ss, il quale arriva, per questa via a negare la qualificazione dei rapporti sottostanti alla sottoscrizione di prestiti subordinati al contratto di mutuo. Nello stesso senso si veda anche LIBERTINI, *Del mutuo*, in Cendon (diretto da), *Comm. Cod. civ.*, IV, Torino, 1991, p. 1475; PORZIO, *La raccolta del risparmio: la disciplina dell'emissione di obbligazioni e titoli di deposito delle banche*, in MEZZACAPO (a cura di), *Studi sulla nuova legge bancaria*, Roma, 1994, p. 51 e ss.

⁴⁴ CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., p. 360; GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 255. *Contra*, nel senso di negare la qualificazione dei rapporti sottostanti alla sottoscrizione di prestiti subordinati al contratto di mutuo (e, per tale via, ai prestiti obbligazionari), PORTALE G. B., "Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (Appunti), in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996, p. 4 e ss; LIBERTINI, *Del mutuo*, in Cendon (diretto da), *Comm. Cod. civ.*, IV, Torino, 1991, p. 1475; PORZIO, *La raccolta del risparmio: la disciplina dell'emissione di obbligazioni e titoli di deposito delle banche*, in MEZZACAPO (a cura di), *Studi sulla nuova legge bancaria*, Roma, 1994, p. 51 e ss.

⁴⁵ FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 118.

sia nei confronti dei primi sottoscrittori che degli ulteriori acquirenti del titolo e, in ultima istanza, *erga omnes*⁴⁶.

Un discorso parzialmente diverso deve essere sviluppato per i prestiti irredimibili. La disciplina di tali strumenti è stata impostata avendo riguardo alla configurazione di altri strumenti finanziari conosciuti nei mercati internazionali (le c.d. *perpetual notes*)⁴⁷.

Diversamente dai prestiti subordinati – che, come sopra riportato, costituiscono delle operazioni caratterizzate dall'elemento comune della postergazione del rimborso del capitale – i prestiti irredimibili rappresentano una fattispecie definita sotto l'aspetto strutturale e, considerato che la postergazione è elemento che accomuna tali prestiti ai prestiti postergati, pare di poter ritenere che le passività irredimibili costituiscono una *sottospecie* di passività subordinate, contraddistinta da alcuni elementi tipologici caratterizzanti⁴⁸.

Anche le caratteristiche che i prestiti irredimibili (nel linguaggio della normativa di settore, strumenti ibridi di patrimonializzazione) devono avere per poter essere computati nell'ambito del patrimonio di vigilanza supplementare, sono fissate nelle Istruzioni di Vigilanza per le banche (Titolo IV, Capitolo 1). E anche in questo caso tali caratteristiche sono volte ad accertare che lo strumento emesso dalla banca abbia sufficienti caratteristiche *quasi-equity* in modo tale da poter essere considerato tra i *mezzi propri* della banca.

Tra le previsioni minime che i contratti che regolano tali passività devono avere rilevano, oltre alla clausola di postergazione, le previsioni circa l'utilizzo

⁴⁶ *Ibidem*, p. 120; Contra Desiderio L – Zamboni V., *Brevi note sui prestiti subordinati*, in PORTALE (a cura di) *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983, p. 571.

⁴⁷ Sulle *perpetual notes*, si veda diffusamente LAMANDINI, *Perpetual Notes e obbligazioni a lunga e lunghissima durata*, cit., p. 606 e ss.

⁴⁸ GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 261.

delle somme rivenienti da tali operazioni in caso di deterioramento della posizione patrimoniale della banca. In particolare, secondo la normativa di settore, i contratti che regolano tali emissioni devono rispettare le seguenti condizioni: (i) in caso di perdite di bilancio che determinino una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l'autorizzazione all'attività bancaria, le somme rivenienti dalle suddette passività e dagli interessi maturati devono poter essere utilizzate per far fronte alle perdite, al fine di consentire all'ente emittente di continuare l'attività; (ii) in caso di andamenti negativi della gestione, deve poter essere sospeso il diritto alla remunerazione nella misura necessaria a evitare o limitare il più possibile l'insorgere di perdite; (iii) in caso di liquidazione dell'ente emittente, il debito deve essere rimborsato solo dopo che siano stati soddisfatti tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati. Inoltre, tali strumenti (quando non sono irredimibili) devono avere una durata minima non inferiore a 10 anni e possono essere rimborsati previo ottenimento del nulla osta della Banca d'Italia.

Proprio in ragione delle peculiari caratteristiche sopra riportate, autorevole dottrina ha affermato che, con l'introduzione di tale nuova fattispecie, sarebbe avvenuto un superamento dei confini tipologici del prestito obbligazionario⁴⁹ e che tale fattispecie avrebbe smarrito la natura tipicamente creditoria, tipica dei prestiti obbligazionari, per avvicinarsi in maniera significativa all'area dei contratti aleatori (o di quelli associativi).

In particolare è stato sostenuto che le caratteristiche precipue dello strumento in parola richiedono un elemento di partecipazione diretta al rischio di impresa che eccede la mera postergazione del rimborso (come obbligazione la cui nascita è sospensivamente condizionata). In tale ambito, la possibilità di far gravare le perdite della banca direttamente sulle somme incamerate dalla stessa a fronte dell'emissione inciderebbe in maniera significativa

⁴⁹ MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 488.

(eliminandola) sulla caratteristica dell'obbligo di rimborso, quantunque condizionato, tipico del contratto di mutuo⁵⁰. In altri termini la clausola di irredimibilità sembra superare i limiti di elasticità del "tipo" mutuo, tanto da snaturare la natura del prestito⁵¹, ciò in quanto nel mutuo la partecipazione alle perdite sarebbe da ritenersi contraria alla struttura tipica del negozio, mentre con tale clausola il creditore "*finisce per compiere un atto di disposizione sul credito, mutando di fatto il suo diritto alla restituzione*"⁵².

In tale prospettiva, pur tralasciando per ovvie ragioni di continenza un inquadramento dogmatico del prestito irredimibile, basti qui ricordare l'impatto significativo avuto dallo stesso sulla ricostruzione della fattispecie obbligazionaria. Infatti, considerato che, come riconosciuto dalla dottrina prevalente⁵³, le obbligazioni sono titoli rappresentativi del contratto di mutuo, e che, tuttavia, la disciplina di settore statuisce espressamente che le obbligazioni bancarie possono essere irredimibili (o meglio, *i prestiti irredimibili possono essere emessi sotto forma di obbligazioni*), si può concludere, parafrasando autorevolissima dottrina, che la disciplina del t.u.b. modifica il tipo stesso di obbligazione o, *rectius*, affianca al genere delle obbligazioni una categoria di titoli ibridi⁵⁴.

Come si vedrà meglio di seguito, i prestiti postergati e irredimibili – delle cui caratteristiche principali si è sopra brevemente accennato – costituiscono, quantomeno sul piano dei diritti patrimoniali, un diretto antesignano degli strumenti finanziari introdotti con la Riforma e, in termini generici, uno dei

⁵⁰ *Ibidem*, p. 489.

⁵¹ FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 126. Sulla compatibilità con lo schema del mutuo dei c.d. mutui con clausola parziaria o prestiti a tutto rischio si vedano NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1988, II, p. 466; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., p. 481; *ID*, *Gli strumenti di finanziamento*, cit., p. 258 e ss; PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 108. Sulla non ascrivibilità del prestito a tutto rischio alla fattispecie del mutuo, si veda per tutti, Libertini M., *Del mutuo*, cit., p. 1475.

⁵² PORTALE G. B., "*Prestiti subordinati*" e "*Presiti irredimibili*" (*Appunti*), cit., p. 8.

⁵³ Per tutti CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., p. 481;

⁵⁴ MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., p. 490.

modelli di riferimento adottati dal legislatore nella calibratura della disciplina degli strumenti finanziari codicistici. In tale prospettiva, sulla disciplina di tali strumenti si tornerà di seguito nel testo in chiave ricostruttiva del fenomeno civilistico.

2. *Individuazione delle fattispecie accomunate dal nomen iuris strumenti finanziari.*

Con la riforma, dunque, sotto un profilo generale, i problemi di ordine finanziario trovano una piena sistemazione; essa infatti persegue l'obiettivo di favorire l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali tramite la concessione di un'ampia autonomia statutaria e consentendo una larga atipicità delle forme in cui il ricorso al mercato può esplicarsi⁵⁵.

Nel solco delle esperienze della disciplina di settore bancaria sopra delineata e di precedenti esperienze straniere⁵⁶, la tendenza in cui si colloca la riforma è, dunque, quella di una progressiva attenuazione della tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito, tra forme di raccolta del risparmio

⁵⁵ CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, p. 414. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1083. Vedi altresì DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 260, per il quale la deregolamentazione nella disciplina delle azioni e delle obbligazioni, insieme al proliferare di strumenti alternativi (tra cui i c.d. partecipativi) ha come conseguenza la "definitiva evaporazione della distinzione, sino ad oggi in qualche modo netta (...) tra capitale di rischio e capitale di credito".

⁵⁶ Il riferimento più immediato, nell'esperienza continentale è alle *parts bénéficiaires* di diritto belga, su cui si veda, anche per il paragone con gli strumenti finanziari *ex art. 2346* cod. civ., CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004. Nell'esperienza anglosassone il riferimento è invece alle *preference shares* di diritto inglese in relazione alle quali si veda FERRAN E., *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 1999, p. 323ss. e, in particolare, DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London, 1997, p. 314 in cui è esplicitato, con riferimento appunto alle *preference shares* la portata del termine *participating*: "a right to share in the profits of the company". Nell'esperienza statunitense hanno svolto una funzione simile le c.d. *preferred securities*, su cui BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, New York, 2000, 353ss.

che attribuiscono un diritto di credito in capo al sottoscrittore e forme che, tramite la partecipazione agli utili e la subordinazione ai creditori nel rimborso, consentono la compartecipazione al rischio di impresa⁵⁷.

Nel contesto sopra descritto, e nel perseguimento di maggiore elasticità nella raccolta di capitale, si inserisce l'adozione⁵⁸, nell'ambito del sistema codicistico, della categoria⁵⁹ degli strumenti finanziari partecipativi.

La locuzione *strumenti finanziari* è utilizzata nell'ambito delle disposizioni sulla nuova società per azioni in una pluralità di contesti; tralasciando, per i motivi che si diranno in appresso, i riferimenti alla stessa contenuti nell'ambito della disciplina dei patrimoni dedicati, tale locuzione è utilizzata sia nell'ambito della disciplina dell'azione (artt. 2346, sesto comma, 2349, secondo comma, 2351, quinto comma) come tecnica alternativa di coinvolgimento nella partecipazione all'attività sociale, sia nell'ambito della disciplina dell'obbligazione (art. 2411, terzo comma), per estendere la disciplina delle obbligazioni stesse ad altre forme di finanziamento in cui i tempi e le entità del rimborso dipendono dall'andamento economico della

⁵⁷ Tra gli altri, MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 439.

⁵⁸ Sebbene la disposizione di cui all'articolo 2346, sesto comma, cod. civ, formalmente faccia "*salva la possibilità (...)*" pare doversi aderire alla interpretazione per cui l'articolo in questione riconosca o consenta l'emissione di strumenti finanziari; in tal senso, per tutti, CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, cit., p. 415.

⁵⁹ Come autorevolmente notato, nel fare riferimento alla figura degli strumenti finanziari codicistici, appare preferibile intendere la stessa come categoria dogmatica, con valore meramente descrittivo, piuttosto che come fattispecie. Si esprime in tal senso TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096. Sul punto vedi anche CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2006, p. 7, per il quale la "*possibilità di attribuire alla nozione codicistica degli "strumenti finanziari" valore espressivo di una categoria giuridica unitaria, che non rivesta solo un ruolo classificatorio con significato puramente descrittivo ed a carattere negativo, passa in effetti attraverso l'individuazione, al di là delle possibili varianti causali e contenutistiche delle diverse forme di finanziamento, di un tratto connotante comune, e di una porzione, quantomeno, di disciplina parimenti comune*". Tale ultimo A. conclude, come si dirà meglio in appresso, per l'impossibilità di riconoscere agli strumenti finanziari valenza di categoria generale, affermando che il lemma in parola mantiene una mera connotazione negativa designando tutti i rapporti di investimento nell'impresa sociale non riconducibili né alla partecipazione azionaria né al rapporto obbligazionario.

società⁶⁰.

Una definizione che appare in grado di accomunare, a questo stadio dell'analisi, le diverse figure rientranti nella categoria pare quella, sufficientemente aperta, elaborata da autorevole dottrina tale per cui con la riforma è “*qualificato strumento finanziario (...) quel «documento» che può attribuire sia il diritto di voto, o, comunque, di voce, (pur se solo su specifici argomenti indicati nello statuto), sia di diritti patrimoniali, con partecipazione, dunque, anche al rischio di impresa*”⁶¹.

È da rilevare come la locuzione *strumenti finanziari* non fosse comunque estranea al nostro ordinamento giuridico anche prima della riforma delle società di capitali; è, anzi, da notarsi come la scelta terminologica operata dal legislatore appaia puntuale nel trapiantare all'interno del sistema codicistico l'espressione già contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora innanzi, per brevità testo unico della finanza o t.u.f.)⁶². Tale scelta non appare però né del tutto lineare né scevra da conseguenze di ordine sistematico.

Infatti, in primo luogo si nota che, seppure vi è continuità terminologica tra il t.u.f. e la formulazione codicistica, non è del tutto chiaro fino a che punto vi sia continuità delle nozioni. In particolare, secondo quanto autorevolmente sostenuto la nozione di strumento finanziario codicistica non coincide del tutto con quella di cui al t.u.f.⁶³. L'elemento discriminante tra le due nozioni è stato

⁶⁰ Vedi, in tal senso, CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno 2005, p. 384 ss.

⁶¹ BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, cit., p. 468. Mi pare di poter concordare con BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, in BASSI A., BELVISO U., BOCCHINI E., BUONUOMO D., DI SABATO F., TAURINI G., SANDULLI M. (a cura di), *Impresa e società, Studi dedicati a Federico Martorano*, 2006, p. 224 secondo il quale non sussistono dubbi che il diritto rappresentato dallo strumento finanziario possa essere rappresentato da un documento che incorpori il diritto riconosciuto.

⁶² Cfr. ZANONI A., *Commento sub articolo 2346*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, 2007, p. 161.

⁶³ Cfr. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1093. Vedi inoltre FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, II, 2003, p. 820, il quale, in aggiunta al noto argomento della negoziabilità degli strumenti finanziari rientranti nella

individuato, in prima istanza, nella circostanza che strumenti finanziari disciplinati dal t.u.f. sono necessariamente dedicati alla circolazione⁶⁴, mentre ciò non appare del tutto vero per gli strumenti finanziari codicistici, per cui la negoziabilità ben potrebbe essere un mero elemento accessorio⁶⁵. Inoltre, questi ultimi, diversamente da quelli disciplinati dal t.u.f., ben potrebbero essere emessi anche al di fuori di operazioni di massa e quindi essere rappresentati da titoli non *standardizzati*.

Tale impostazione appare confermata dalla nuova formulazione della definizione di “strumenti finanziari” come modificata dal decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, di coordinamento tra la riforma, il t.u.f. e il t.u.b.. Nella nuova formulazione è stata inserita una lettera *b-bis*) per mezzo della quale si

definizione del t.u.f. sottolinea le necessarie differenze tra i due “omonimi” data la natura tendenzialmente chiusa della categoria individuata dal t.u.f.. Su tale ultimo aspetto si veda diffusamente RABITTI BEDOGNI C., *Azioni strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in AA.VV. *La riforma del diritto societario e le banche, Nuovi modelli, nuovi strumenti: opportunità e criticità*, ABI, 2003, p. 132 e ss.

⁶⁴ Come rilevato, tra gli altri, da ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 39, la negoziabilità è da considerarsi un requisito essenziale perché possa dirsi integrata la fattispecie dello strumento finanziario. La nozione di negoziabilità resta peraltro indefinita nel sistema del t.u.f.. Su tale punto sia consentito rinviare a LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, p. 339, per il quale la negoziabilità sembra implicare la “mera potenzialità di trattazione di un titolo sul mercato regolamentato”; e allo stesso ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 72, per il quale “negoziabilità di uno strumento riflette, più in generale, la sua idoneità ad essere oggetto di transazioni - e dunque di trasferimento - sul “mercato dei capitali”; nozione, quest’ultima, a sua volta dal contenuto non individuato in via normativa, ma desunta dalla prassi, e dall’analisi economica”.

⁶⁵ Cfr. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096. Sul punto vedi anche CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 384 ss.; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari (...)*, cit., p. 17; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. Banca e Merc. Fin.*; e, con riferimento specifico, alla non necessità di standardizzazione, MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto privato*, 4, 2003, p. 772 ss. In senso opposto, per cui la disciplina dettata dal codice riguarda *strumenti negoziabili sul mercato dei capitali (...)* i quali per carattere intrinseco presentano carattere di serialità si veda STAGNO D’ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, in NICCOLINI – STAGNO D’ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 263-264. Sembra esprimersi nel senso del necessario collegamento tra la nozione del t.u.f. e quella del codice, limitatamente agli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati di cui all’articolo 2447-ter cod. civ., DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa ecc.*, 2004, I, p. 22.

includono nella definizione di strumenti finanziari rilevante ai fini del t.u.f. (e quindi della disciplina, tra l'altro, dei servizi di investimento e dei mercati finanziari) anche gli strumenti finanziari codicistici solo in quanto “negoziabili sul mercato dei capitali”⁶⁶.

A conclusione dell'analisi meramente terminologica dell'espressione *strumenti finanziari*, è da notare come sia tutt'ora dubbio cosa designi esattamente il termine *partecipativi*, che si accompagna, nel solo titolo della Sezione V del Capo V, all'espressione *strumenti finanziari*⁶⁷.

Numerosi commentatori hanno rilevato come la partecipatività sia inerente al profilo amministrativo di tali strumenti; il termine sarebbe cioè volto a sottolineare i poteri di *partecipazione* alla vita sociale derivanti dalla detenzione degli strumenti stessi⁶⁸. Tale impostazione sarebbe avvalorata da

⁶⁶ Cfr. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096. Per un commento alla nuova formulazione dell'articolo 1 del t.u.f., si veda ALBANO M., *Commento sub art. 1, Definizioni*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, Parte II, 2006, p. 334 e ss.

⁶⁷ Sia il sesto comma dell'articolo 2346, sia il secondo comma dell'articolo 2349 fanno riferimento agli *strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*.

⁶⁸ In tal senso, TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), cit., p. 1094, il quale sottolinea come l'aggettivo *partecipativo* sia utilizzato come sinonimo di *amministrativo* e ciò trovi conferma nella relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, ove è riportata l'espressione “*strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi*”, nonché nella formulazione degli articoli 2376, comma 1 e 2427, comma 1, n. 19 ove si parla di *diritti partecipativi* in contrapposizione ai diritti patrimoniali. Nello stesso senso, *ex multis*, ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2002; MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 465; PERUGINO S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 8, 2004.. Si veda altresì FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825, il quale, pur affermando che la categoria degli strumenti finanziari *partecipativi* è caratterizzata dalla partecipazione all'organizzazione piuttosto che al rischio, rileva come la terminologia legislativa sembri indicare una direzione opposta; l'A. dà rilievo alla circostanza per cui il già citato titolo della rubrica della Sezione V include tra gli strumenti finanziari in parola anche le azioni e, dunque, strumenti finanziari che partecipano al rischio, ma, non necessariamente, all'organizzazione (potendo essere sprovviste del diritto di voto). Come già sopra rilevato, tuttavia, l'inclusione delle azioni tra gli strumenti finanziari codicistici contenuta nel titolo sopra citato appare un caso isolato nell'ambito delle disposizioni del codice e non pare possibile, condividendo in questo le

una pluralità di argomenti. In prima istanza rileverebbe il passaggio della Relazione governativa in cui, con riferimento all'articolo 2346, ult. comma, si ricorda la possibilità che le società emettano strumenti finanziari forniti di diritti *patrimoniali o partecipativi*; una interpretazione sensata della frase sopra citata porterebbe inevitabilmente a considerare il termine *partecipativi* come sinonimo di *amministrativi*⁶⁹. Tale interpretazione troverebbe conferma in due punti dell'articolato oggetto di riforma: l'articolo 2427, primo comma, n. 19, che stabilisce che la nota integrativa deve contenere una indicazione del numero e caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società con l'indicazione dei *diritti patrimoniali e partecipativi* ad essi attribuiti; l'articolo 2376, primo comma, che, nel richiamare il meccanismo di tutela delle assemblee speciali, richiama l'applicabilità dello stesso, con riferimento a strumenti finanziari diversi dalle azioni, solo in presenza di strumenti finanziari che attribuiscono *diritti amministrativi*⁷⁰, con ciò valorizzando il profilo amministrativo e sottolineando l'irrilevanza di quello patrimoniale⁷¹.

Una visione comparatistica della fattispecie⁷², rafforzata da considerazioni sul piano del diritto positivo, suggerirebbe invece di ricondurre l'utilizzo dell'aggettivo *partecipativi* a profili di partecipazione al rischio di impresa piuttosto che a quello amministrativo⁷³. Così la distinzione tra strumenti

conclusioni dell'A. sopra citato, considerare tale elemento decisivo ai fini dell'individuazione dell'esatta portata del termine partecipativo.

⁶⁹ Cfr. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1094.

⁷⁰ Ancora lo stesso TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., p. 1094. Si veda, in senso contrario, COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, p. 732, il quale rileva, correttamente, come la norma contenuta nell'articolo 2376 sia del tutto neutra rispetto al tema in esame.

⁷¹ Così COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 730.

⁷² Si veda CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires*, cit.. Con riferimento alle *preference shares* si veda FERRAN E., *Company law and corporate finance*, cit., p. 323ss. e DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., p. 314 in cui è esplicitato, con riferimento appunto alle *preference shares*, la portata del termine *participating*: "*a right to share in the profits of the company*". In riferimento alle *preferred securities* BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, cit., 353ss.

⁷³ Cfr. ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca Borsa ecc.*, 2005, 2, 167, il

finanziari partecipativi e non partecipativi verrebbe ad essere fondata sulla riconduzione dello specifico strumento al mondo dei titoli di rischio piuttosto che dei titoli di debito, laddove per titoli di rischio dovrebbero intendersi quelli che non attribuiscono il diritto alla restituzione dell'apporto e per titoli di debito quelli che attribuiscono un diritto di restituzione dell'apporto (seppure condizionato all'andamento economico della società)⁷⁴. In tale linea di ragionamento, all'espressione *partecipativi* potrebbe essere attribuito il significato di “*attribuitivi (anche) del diritto sul residuo e al dividendo in concorso con gli azionisti*”⁷⁵.

Sotto un diverso profilo, è stato notato come la scelta terminologica operata dal legislatore attraverso l'utilizzo dell'espressione *strumenti finanziari*⁷⁶ ha

quale sottolinea come appaia pacifico che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'articolo 2346, sesto comma, cod. civ. possano essere dotati di soli diritti patrimoniali (pur mantenendo, sembra di capire, la qualificazione di *partecipativi*); VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, cit., p. 272; ZANONI A., *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 162. Sembra ritenere non necessaria l'attribuzione di diritti amministrativi ai portatori di strumenti finanziari *partecipativi* anche CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 6. In senso contrario ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit., 136; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 820ss, PERUGINO S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 8, 2004, 944.

⁷⁴ COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, p. 733. Seppure coerente con il sistema delineato dal codice, non appare del tutto corretta la riconduzione dei titoli che subordinano il rimborso del capitale all'andamento economico della società al mondo dei titoli di debito (così PORTALE G.B. “*Prestiti subordinati*” e “*Prestiti irredimibili*” (*Appunti*), cit., p. 9), giacché tali strumenti appaiono senza dubbio implicare una partecipazione al rischio di impresa. Ai fini della qualificazione degli strumenti finanziari quali strumenti di debito o di rischio, è di indubbio interesse il richiamo fatto da alcuni autori all'esperienza anglosassone, laddove assume rilievo la circostanza che il titolare dello strumento abbia o meno il potere di richiedere la dichiarazione dello stato di insolvenza e la liquidazione della società inadempiente nel pagamento della remunerazione degli strumenti finanziari (Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 86; SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, 2004, p. 277).

⁷⁵ Cfr. ENRIQUES L., *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca Borsa ecc.*, 2005, 2, 168. Lo stesso A., rivisitando e interpretando il pensiero di LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., rileva che, come alternativa alla soluzione sopra indicata, si potrebbe ritenere che anche la distinzione di queste due categorie (partecipativi e non partecipativi) sia rimessa all'autonomia dei privati.

⁷⁶ Tale termine, come notato da autorevole dottrina, assume, nell'ambito del t.u.f., la valenza di formula riassuntiva volta a rappresentare il referente oggettivo delle attività disciplinate da

conseguenze di carattere sistematico tali per cui il legislatore ha, d'un sol colpo, colto un duplice risultato: (i) ha adottato l'espressione in parola quale "concetto identificativo generico di una pluralità di modelli di partecipazione all'attività sociale"⁷⁷ e (ii) ha contraddistinto una (nuova) categoria autonoma rispetto a quelle tradizionali, tale per cui l'espressione individua un rapporto giuridico originale (cioè diverso dalle azioni e dalle obbligazioni)⁷⁸ di partecipazione all'impresa societaria⁷⁹.

Come si dirà in appresso appare dubbio se, al di là della connotazione negativa sopra evidenziata, con l'espressione *strumenti finanziari* sia possibile identificare una categoria unitaria, accomunata dall'espressione in parola e regolata da tratti di disciplina comune⁸⁰; se quindi la stessa non si limiti

tale normativa di settore. Così, *ex multis*, CAMPOBASSO G.F., *Commento* sub Art. 1, in CAMPOBASSO G.F. (diretto da) *Testo Unico della Finanza, Commentario*, 2002, p. 7.

⁷⁷ La citazione è da CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 5, il quale, cogliendo indirettamente il tema della pluralità di possibili cause sottostanti all'emissione e sottoscrizione di uno strumento finanziario, specifica che il riferimento ai modelli di partecipazione all'attività sociale è da intendersi nel senso più lato del termine comprensivo anche delle ipotesi della "partecipazione" attraverso capitale di debito. Sul punto vedi anche NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, Giuffrè, 2004. Sull'utilizzo della locuzione *strumenti finanziari* in senso onnicomprensivo di titoli emettibili dalle società a fronte di raccolta sia di capitale di rischio che di capitale di credito si veda BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, in *Quaderni romani di dir. comm.*, Giuffrè, 2005, p. 89.

⁷⁸ Sulle differenze tra gli strumenti finanziari partecipativi e le azioni e le obbligazioni (nonché circa le caratteristiche essenziali e i tratti caratterizzanti di queste ultime) si veda il successivo paragrafo del presente capitolo, ove ulteriori riferimenti.

⁷⁹ Ancora, CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 5. Si noti che l'A. stesso riconosce che il dato letterale del titolo della Sezione V del Capo V che recita "Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi" potrebbe far ritenere che anche l'azione rientri tra tali strumenti. Tuttavia, l'A. ricorda come non sia da dubitarsi che in ogni altra norma del codice dedicata o inerente all'argomento in parola, l'espressione sia utilizzata nell'accezione riportata nel testo, tale per cui tali strumenti rappresentano una categoria autonoma rispetto a quella azionaria (e obbligazionaria). In generale sulla rilevanza assunta dal *nomen iuris* degli strumenti finanziari emettibili anche come conseguenza della novella codicistica, si veda BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, cit., p. 123. Sul superamento del *nomen iuris* (azione, obbligazione, strumento finanziario), quale criterio da solo sufficiente a individuare la disciplina applicabile si veda SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 272.

⁸⁰ Sulla possibilità di individuare una fattispecie *strumenti finanziari* e tratti di disciplina comune si veda in appresso nel testo e, tra i molti, CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p.385, LAMANDINI M.,

rappresentare una “*categoria dogmatica*” con valenza meramente descrittiva⁸¹.

A questo stadio dell’analisi, appare comunque opportuno effettuare un tentativo di individuare le peculiarità del rapporto societario collegato alla detenzione di tale strumento, seppure ciò potrà avvenire in termini di alterità rispetto alle figure tipiche del rapporto giuridico azionario e il rapporto di debito/credito collegato alla detenzione di una obbligazione.

3. Rapporto giuridico derivante dalla titolarità dello strumento finanziario. Alterità rispetto all’azione e all’obbligazione.

Prima di procedere ad analizzare in positivo i confini e le caratteristiche della categoria *strumenti finanziari partecipativi*, appare utile apporre alcuni punti fermi alla nostra analisi circa i confini della categoria stessa approcciando una descrizione tipologica della stessa.

Come sopra accennato, l’utilizzo della locuzione *strumenti finanziari* sembra fare riferimento in prima approssimazione ad una categoria autonoma rispetto a quelle tradizionali, tale per cui tale espressione contraddistingue un rapporto giuridico di partecipazione all’impresa societaria diverso da quello proprio

Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, cit., 519, ENRIQUES L., *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca Borsa ecc.*, 2005, 2. SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in RESCIGNO M., SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il nuovo diritto delle società di capitali e società cooperative*, Milano, Giuffrè, 2004. FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di) *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, Giuffrè, 2004 e in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 811. NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, Giuffrè, 2004. SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *La riforma del diritto societario. Le riflessioni del notariato*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 2/2004, Milano, Giuffrè, 2004.

⁸¹ In tal senso TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096.

dell'azione e dell'obbligazione⁸².

Nell'approccio iniziale alla definizione del profilo tipologico non pare dunque potersi prescindere da una valutazione complessiva dell'istituto che parta dalla messa in relazione dello stesso con le fattispecie azionaria e obbligazionaria⁸³.

Infatti, se, nell'incertezza generale, quel che appare certo è che “*gli strumenti finanziari non sono azioni; ma non sono neanche obbligazioni*”⁸⁴ una prima individuazione della fattispecie (o, se si preferisce, della categoria) deve partire dall'analisi di ciò che tali strumenti *non sono*.

L'individuazione, anche in negativo, dei confini della categoria non risulta peraltro agevole, alla luce della intervenuta attenuazione dei due *tipi* di strumenti di finanziamento dell'impresa, come conosciuti nella previgente versione del codice. Tali strumenti tipici sono stati oggetto di un *fenomeno di dilatazione delle rispettive tipologie* realizzato attraverso la concessione della possibilità di inserire clausole che avvicinano sempre più una delle due categorie tipiche all'altra, riguardo profili caratterizzanti⁸⁵.

Si è realizzato così un significativo avvicinamento tra i due strumenti che ha sostanzialmente ridotto lo spazio di discontinuità tra strumenti riconducibili al tipo azionario e a quello obbligazionario⁸⁶.

⁸² CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 5. Sul tema della pluralità delle possibili cause sottostanti l'emissione di strumenti finanziari si rimanda a quanto già detto *sub* nota 77.

⁸³ Cfr. in tal senso, ZANONI A., *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 162.

⁸⁴ L'espressione è di SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 33, il quale chiosa sulla rilevanza della questione affermando che la stessa, posto il peso che essa ha in termini di disciplina, è meno oziosa di quanto si possa pensare.

⁸⁵ MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 438.

⁸⁶ In tal senso, MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, in *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (a cura di), 2004, p. 239. DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 258. Cfr. altresì NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari (...)*, cit., p. 2, il quale immagina una linea ideale che mette in comunicazione le azioni con le obbligazioni su cui ritiene possibile collocare,

In tale linea di ragionamento, al fine di individuare quello che gli strumenti finanziari non sono (non potendolo essere), appare necessario identificare le residue caratteristiche proprie del tipo azionario e di quello obbligazionario.

Con riferimento a tale analisi è stato notato, tuttavia, come l'esistenza di categorie speciali e atipiche di azioni così come quella di categorie speciali di obbligazioni comporta che le figure riconducibili a ciascuna categoria siano assai diverse tra loro⁸⁷ rendendo difficile l'individuazione dei principi cardine che dovrebbero fornire le linee di demarcazione del perimetro di ciascuna fattispecie⁸⁸.

Nel processo di individuazione dei principi insopprimibili che caratterizzano ciascuna categoria appare opportuno partire dalla fattispecie azionaria che, come autorevolmente notato, è l'unica fattispecie necessaria per l'esistenza della società, dato che rimane inalterato, anche nel sistema post-riforma, l'obbligo per la società per azioni di dotarsi di un capitale sociale minimo (articolo 2327 cod. civ.)⁸⁹.

partendo dalle azioni ordinarie, “*le azioni privilegiate, le azioni privilegiate con voto limitato, le azioni di risparmio e le azioni di risparmio con particolari privilegi volti ad attribuire un rendimento quasi garantito, nonché, sull'altro versante (partendo cioè dalle obbligazioni pure e semplici), le obbligazioni indicizzate agli indici di borsa, le obbligazioni con rendimento legato agli utili della società emittente, le obbligazioni c.d. subordinate e le obbligazioni c.d. irredimibili*”. Si veda anche LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 520, il quale nel sottolineare come le nuove norme, modificando l'assetto della fattispecie azionaria e di quella obbligazionaria, abbandonano il modello *costrittivo* del codice del 1942 a favore di un modello elastico, rimesso all'autonomia negoziale, sottolinea la necessità di uno sforzo interpretativo volto a individuare i pochi principi cardine con cui tale autonomia privata deve raccordarsi.

⁸⁷ Così, TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1091. Per una analisi dei principi propri della previgente normativa venuti meno nel contesto della riforma si veda DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, cit., p. 258. Da notare, in particolare, l'analisi circa il venire meno del principio di necessario bilanciamento della limitazione del diritto di voto con l'attribuzione di privilegi, nella ripartizione dell'utile o nel rimborso del capitale allo scioglimento della società.

⁸⁸ LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 520.

⁸⁹ Si esprime in tal senso LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 521, il quale ricorda che è confermato, anche dalla riforma, che la società per azioni ha comunque un capitale sociale minimo. In chiave dubitativa sulla possibilità paradossale di configurare una società per azioni senza azioni si veda OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti*

Seppure con alcune differenze, la dottrina largamente maggioritaria sembra ravvisare nella disciplina del capitale sociale un elemento fondamentale nell'individuazione dei principi caratterizzanti la fattispecie azionaria. In particolare, le azioni si connoterebbero quasi esclusivamente per il dato formale dell'imputazione a capitale dell'apporto rappresentato dall'azione con esposizione integrale al rischio dell'investimento; in tale contesto la previsione di cui all'articolo 2346, comma 1, che prevede che la *partecipazione sociale è rappresentata da azioni*, andrebbe intesa nel senso che i conferimenti imputati a capitale non possono non essere rappresentati da azioni e costituiscono la partecipazione alla società⁹⁰. Sarebbe, invece, pressoché irrilevante la presenza o meno di diritti amministrativi (incluso il diritto di voto)⁹¹.

Per utilizzare una felice espressione elaborata dalla dottrina, tra “*azione e conferimento al capitale v'è dunque piena corrispondenza biunivoca, di modo che non può esservi l'uno senza che si abbia l'altro*”⁹².

Naturalmente, la presenza di tale dato formale porta con sé importanti

finanziari, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, p. 715ss.

⁹⁰ In tal senso, ANGELICI V., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 521; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825. CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 385 ss.; COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 729; DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, cit., p. 266; CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, cit., p. 415. Sembra riconducibile nella stessa linea di pensiero, seppur con sfumature diverse, FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio: vingt ans après*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998 per cui l'azione esprime “*partecipazione al capitale sociale*”, nonché. TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1092, per il quale la fattispecie azione avrebbe come unico elemento unificante e caratterizzante quella di essere un titolo rappresentativo di capitale e, in quanto, tale caratterizzato da un determinato grado di rischio con riferimento sia al rimborso che alla remunerazione dell'investimento effettuato. Sul significato di azione come partecipazione sociale si veda VISENTINI B., voce «Azioni», in *Enc. Dir.*, Milano, 1959, IV.

⁹¹ Così COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 729.

⁹² LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 520. Interessanti, sul punto, le considerazioni svolte da ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., 2005, il quale collega l'individuazione della disciplina dell'apporto imputabile a capitale come tratto identificante dell'azione con la possibilità di emettere, nell'ambito del nostro sistema, *non-shares shares*.

conseguenze di carattere sostanziale che rappresentano, ciascuna, diritti necessariamente spettanti alle azioni. Così saranno caratteristiche insopprimibili dell'azione la partecipazione agli utili, alle perdite e alla quota di liquidazione⁹³, nonché i diritti amministrativi c.d. *minori* (diritto di ispezione e di impugnativa delle delibere assembleari)⁹⁴. Pur riconoscendo l'importanza che i diritti sostanziali sopra menzionati hanno ai fini della nostra analisi, pare, tuttavia, di poter affermare che l'elemento *biunivoco* che caratterizza l'azione sia solo quello legato al dato formale dell'imputabilità del conferimento a capitale sociale, posto che talune delle caratteristiche di carattere sostanziale conseguenti a tale dato formale paiono poter appartenere anche al mondo degli strumenti finanziari diversi dalle azioni⁹⁵; valga l'esempio dell'attribuzione ai portatori di tali strumenti di alcuni dei diritti amministrativi minori.

Per concludere sul punto, non appare decisiva l'attribuzione del voto nell'"assemblea generale degli azionisti", considerato che, come espressamente previsto dall'articolo 2351 lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto⁹⁶.

⁹³ In senso diverso GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in Riv. Soc., I, 2003, p. 645, per il quale unico elemento essenziale alla partecipazione sociale in tutte le tipologie è il diritto agli utili e non necessariamente alla quota di liquidazione data la possibilità di diritti partecipativi non proporzionali ai conferimenti.

⁹⁴ Ancora LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 521, il quale, peraltro, pur affrontando in termini dubitativi l'inderogabilità della rinuncia al residuo netto di liquidazione, conclude affermando che tale rinuncia possa al più estendersi a quanto oggetto di conferimento iniziale (alla luce della nuova norma di cui all'articolo 2346, comma 4), senza in alcun modo poter avere ad oggetto la differenza (positiva) tra il netto di liquidazione spettante *pro quota* all'azione e l'importo del conferimento iniziale. Lo stesso A. aggiunge all'elenco dei diritti *sostanziali* collegati al dato formale del capitale sociale il diritto alla *liquidabilità* dell'investimento tramite l'insopprimibile diritto di recesso.

⁹⁵ Sembra valorizzare esclusivamente il dato formale anche FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825.

⁹⁶ Cfr. *ex multis*, MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, cit., p. 238. Come rilevato da LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 524, i diritti amministrativi maggiori pur non rappresentando una caratteristica "biunivoca" assumono grande rilievo ai fini dell'analisi della fattispecie *strumenti finanziari* posto che gli stessi possono comunque spettare solo alle azioni e rappresentano un limite invalicabile

Lo stesso esercizio di individuazione dei principi insopprimibili che caratterizzano la categoria è da effettuarsi per la fattispecie obbligazionaria. Anche in questo caso, l'esercizio è reso complesso dalle modifiche apportate alle norme regolanti la fattispecie che hanno contribuito a rendere labili i confini della stessa potendo vestirsi con la forma giuridica di obbligazioni rapporti giuridici più assimilabili a rapporti partecipativi al rischio di impresa che a rapporti di debito/credito⁹⁷.

Ci si riferisce, in particolare, al riconoscimento, nell'ambito del sistema codicistico, della facoltà di emettere prestiti *subordinati e irredimibili*⁹⁸ già conosciuti nell'ambito della disciplina di settore bancaria⁹⁹, il che comporta un

all'autonomia negoziale nello strutturare i diritti partecipativi spettanti ai possessori di tali strumenti.

⁹⁷ Cfr sul punto la stessa Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 in cui si legge che l'articolo 2411 cod. civ. fornisce espresso riconoscimento alla possibilità che le obbligazioni assumano profili di subordinazione e possano "*partecipare, anche giuridicamente al rischio di impresa*" così determinando un assottigliamento della "*linea di confine tra capitale di rischio e capitale di credito*".

⁹⁸ Il riferimento immediato è alle previsioni di cui ai primi due commi dell'articolo 2411 cod. civ. per cui possono essere emesse obbligazioni in cui il diritto alla restituzione del capitale può essere subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società nonché obbligazioni rispetto alle quali tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società e, pertanto, consentono alla stessa, in caso difficoltà economica, di ottenere la partecipazione del portatore dello strumento alla copertura delle perdite. Come notato da MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 241, in realtà la formulazione dell'articolo 2411, secondo comma, non consente l'emissione di obbligazioni irredimibili (come conosciute nell'ambito del settore bancario), in quanto, il secondo comma dell'articolo 2411 cod. civ. consente la sola sospensione della *remunerazione* del prestito e non già del rimborso; di tal che potranno essere emessi strumenti che incorporano un prestito irredimibile, ma gli stessi non potranno essere ragionevolmente chiamati obbligazioni. A supporto di tale felice annotazione l'A. richiama e valorizza, forse anche al di là del reale ambito di applicazione, la portata generale delle Istruzioni di vigilanza delle banche (Tit. V. Cap. 3. Sez. II), laddove la banca d'Italia, in attuazione della previsione di cui all'articolo 117 t.u.b. ha disposto che "*non è consentita l'emissione di titoli denominati "obbligazioni" che possiedano caratteristiche diverse da quelle indicate nelle presenti Istruzioni. È del pari vietata l'emissione di titoli dotati delle caratteristiche indicate per le obbligazioni ma diversamente denominati*"; come rilevato dallo stesso A. pur avendo tale normativa una portata di settore, la regola soddisfa un *elementare presupposto di trasparenza* ed è pertanto da considerarsi a valenza generale.

⁹⁹ Per una analisi dei prestiti obbligazionari bancari si veda, oltre a quanto indicato nella prima parte del presente capitolo, MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit.; GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit.; con specifico

evidente ampliamento della fattispecie *obbligazione*¹⁰⁰.

Al fine di individuare l'elemento (o gli elementi) distintivo della fattispecie obbligazione la norma dettata dall'ultimo comma dell'articolo 2411 appare particolarmente significativa. Tale norma dispone che la disciplina riguardante le obbligazioni (e in particolar modo, i limiti all'emissione delle stesse) si applica anche *agli strumenti finanziari comunque denominati che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*. Essa, letta in congiunzione con il penultimo comma dello stesso articolo che prevede che i tempi e le entità del pagamento degli interessi (sulle obbligazioni) possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi *all'andamento economico della società*, sembra suggerire che l'elemento che, nel sistema codicistico, è visto essere come caratterizzante l'obbligazione consista ancora nella necessaria previsione di un obbligo di rimborso *incondizionato*¹⁰¹ (o meglio slegato dall'andamento

riferimento ai prestiti subordinati e irredimibili si veda PORTALE G. B., *“Prestiti subordinati” e “Presiti irredimibili”* (Appunti), in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996. Infine, con riferimento alle clausole di postergazione si veda CAMPOBASSO G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in PORTALE (a cura di) *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983, p. 360.

¹⁰⁰ TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1093. Con riferimento ai riflessi sulla disciplina delle obbligazioni derivanti dall'introduzione nell'ordinamento delle *nuove obbligazioni bancarie* si veda GALLETI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, cit., p. 240ss.

¹⁰¹ In tal senso MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 240, DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, cit., p. 266, il quale ultimo opportunamente ricorda che in una precedente versione dell'articolato il comma secondo prevedeva che anche il rimborso del capitale avrebbe potuto variare in ragione dell'andamento della società; tale testo era stato modificato, appunto, per non riconoscere il carattere di obbligazioni a strumenti che non prevedono un obbligo incondizionato di rimborso. Si veda inoltre BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 933, il quale affianca la *fruttuosità* al rimborso come elemento essenziale dell'obbligazione. Per un'analisi dell'obbligo di restituzione come caratteristica fondamentale del mutuo e, quindi, dell'obbligazione, si veda, *ex multis*, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, COLOMBO-PORTALE (diretto da), Torino, 1998; MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1994, I; SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca Borsa ecc.*, 2004. In senso parzialmente diverso, ritenendo esclusa la riconducibilità al mutuo dei prestiti subordinati e irredimibili, PORTALE G. B., *“Prestiti subordinati” e “Presiti irredimibili”*

economico della società)¹⁰².

In altri termini, pare che la *ratio* della previsione di cui all'ultimo comma dell'articolo 2411 sia quella di estendere la disciplina delle obbligazioni a strumenti che obbligazioni non sono, ponendosi, quindi, come una norma anti-elusiva volta ad impedire che le disposizioni in materia di obbligazioni siano aggirate mediante l'emissione di strumenti finanziari¹⁰³.

Qualora uno strumento *comunque denominato* contenente un obbligo di rimborso condizionato all'andamento economico della società fosse considerabile un'obbligazione tale norma sarebbe infatti superflua in quanto si applicherebbero direttamente le disposizioni in tema di obbligazioni¹⁰⁴.

Tale considerazione appare avvalorata dal confronto tra la norma di cui

(*Appunti*), cit., p.. Per una (parziale) replica a quest'ultimo si veda infine LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali - Le prospettive di riforma*, Il Mulino, Bologna, 2001.

¹⁰² In tale logica non sarebbero considerate "obbligazioni" anche i prestiti irredimibili, conosciuti nella disciplina di settore bancario di cui si è detto sopra nel testo, che hanno la funzione di prevenire la crisi dell'impresa bancaria consentendo un (temporaneo o definitivo) alleggerimento della posizione debitoria. Tali prestiti prevedono che in caso di crisi di impresa (o di difficoltà economica della stessa) l'obbligo di pagamento in carico all'emittente è posposto o, in alcuni casi, decurtato. Con riferimento all'individuazione della causa di tali operazioni (viste ora come rientranti nell'ambito dell'associazione in partecipazione, ora come variante atipica del conferimento, ora come di fattispecie del tutto autonoma) si veda MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1994, I; PORTALE G. B., "Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (*Appunti*), in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996; DESIDERIO G., *L'attività bancaria (Fattispecie ed evoluzione)*, 2004; LAMANDINI, *Perpetual Notes e obbligazioni a lunga e lunghissima durata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991.

¹⁰³ GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, in NOTARI M. – BIANCHI LUIGI A. (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, in MARCHETTI P. – BIANCHI LUIGI A. – GHEZZI F. – NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*, p. 77, il quale rileva inoltre che tale finalità sarebbe stata raggiunta solo parzialmente.

¹⁰⁴ Cfr. MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 239ss.; BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca Borsa ecc*, 2004, p. 298; AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 1231 ss. Sulla non riconducibilità alla causa del prestito di titoli che prevedono un rimborso del capitale subordinato all'andamento della società e, in ultima analisi, hanno carattere di *prestazione di rischio*, si veda PORTALE G.B. "Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (*Appunti*), cit., I, 1996, p. 9. In senso diverso, si veda FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., p. 705, il quale ritiene che la fattispecie oggetto dell'articolo 2411, comma terzo, sia da qualificarsi come "obbligazione".

all'ultimo comma e quella di cui al secondo comma dello stesso articolo 2411 cod. civ.; da tale confronto emerge in maniera piuttosto evidente che la differenza tra le *obbligazioni* disciplinate dal secondo comma e gli *strumenti finanziari* di cui all'ultimo comma del medesimo articolo insista sull'oggetto della prestazione sottoposta alla condizione dell'andamento economico della società: pagamento degli interessi per le obbligazioni, rimborso dell'apporto iniziale (cioè del capitale) per gli strumenti¹⁰⁵; per cui uno strumento che condizioni il pagamento dei soli interessi all'andamento economico della società potrà essere considerato ancora una obbligazione, mentre qualora ad essere subordinato sia il rimborso di capitale, lo strumento non sarà riconducibile al profilo tipologico obbligazionario¹⁰⁶.

Appare quindi che una caratteristica ineliminabile dell'obbligazione (tale per cui in assenza della stessa venga meno la relativa qualificazione) sia il diritto alla restituzione del capitale oggetto di apporto; di tal che, pur potendosi ammettere che tale diritto sia subordinato a quello degli altri creditori, il titolare dell'obbligazione sarà esposto al rischio di impresa limitatamente ai tempi di rimborso e alla quantificazione della remunerazione¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Per una descrizione accurata del percorso argomentativo con riferimento all'articolo 117, ottavo comma, del t.u.b. e alla relativa normativa secondaria si veda MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 242.

¹⁰⁶ In questo senso SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, cit., 290. In senso diverso, si veda, per tutti, GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 65 ss., il quale riconduce gli strumenti di cui al terzo comma dell'art. 2411 al novero delle obbligazioni (indicizzate in linea capitale). Sull'ammissibilità delle obbligazioni indicizzate in linea capitale sia nel sistema pre che post riforma, si veda lo stesso A., p. 62 e ss., ove ulteriori riferimenti.

¹⁰⁷ Così COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 729. È evidente che il limitare gli effetti del rischio di impresa al solo impatto sui tempi del rimborso e la quantificazione della remunerazione ha senso solo su un piano giuridico; laddove, su un piano economico, anche il rimborso del capitale dipende in ultima analisi dall'andamento dell'impresa. Viceversa, come efficacemente notato da GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 71, vincolando su un piano giuridico anche il rimborso del capitale ai risultati gestionali della società emittente "i portatori dei titoli si troverebbero a partecipare direttamente al rischio di impresa, in maniera ontologicamente non dissimile dagli azionisti". Si veda inoltre GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, 2003, per cui elemento essenziale delle obbligazioni è altresì la loro incorporazione in titoli

Non pare invece rilevante ai fini della individuazione della fattispecie obbligazionaria la circostanza che al portatore siano attribuiti o meno diritti amministrativi; così che qualora uno strumento incorpori in sé un diritto patrimoniale al rimborso (incondizionato dell'apporto) e, allo stesso tempo, attribuisca al portatore diritti amministrativi, esso sarà soggetto alla disciplina delle obbligazioni¹⁰⁸.

In ultima analisi, utilizzando una felice definizione elaborata dalla dottrina, l'obbligazione pura potrà essere identificata nello strumento di partecipazione ad un apporto di debito, a fronte del quale è previsto l'obbligo da parte dell'emittente tanto nel rimborso del capitale quanto della corresponsione di interessi (quest'ultimo anche condizionato)¹⁰⁹.

A conclusione di questa iniziale parte dell'analisi volta a verificare cosa uno

di massa soggetti alla legge di circolazione dei titoli di credito nominativi o al portatore; diversamente, come si dirà in appresso, la circolazione è solo un elemento accidentale degli strumenti finanziari emessi ai sensi dell'articolo 2346, ult. comma. Nello stesso senso, che i tratti caratterizzanti sono la natura di titoli di massa, potenzialmente destinati alla circolazione e rappresentativi di frazioni di una unitaria operazione di prestito, e la causa di finanziamento, si veda FERRO LUZZI P. – CHIAPPETTA F., *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 133ss., nonché sempre GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 29.

¹⁰⁸ In questo senso FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813, il quale ritiene che il *concetto tipologico di obbligazione* si è oggi ampliato fino a comprendere tutti gli strumenti finanziari che, *forniti o meno di diritti amministrativi*, prevedono un obbligo incondizionato di rimborso; sicché in caso di strumenti che prevedano l'obbligo incondizionato di rimborso e la previsione di diritti amministrativi la disciplina delle obbligazioni sarà applicabile direttamente e non in virtù del richiamo di cui all'articolo 2411, ult. comma, cod. civ. In senso contrario CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 385, il quale afferma che è sicuro solo il fatto che lo strumento obbligazionario non può accordare diritti corporativi e deve prevedere il rimborso del capitale. Sull'applicabilità della disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi che prevedono l'obbligo di rimborso si vedano, tra gli altri, NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 73; BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 937; DESIDERIO G., *La riforma del diritto societario e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 187; GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 29, ove ulteriori riferimenti.

¹⁰⁹ La definizione è di ZANONI A., *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 164, il quale però ritiene elemento necessario dell'obbligazione anche l'assenza di diritti corporativi. Nello stesso senso COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 730. Conclude nel senso che la carenza di un obbligo di rimborso, seppur condizionato, determina la trasformazione delle obbligazioni indicizzate in strumenti di natura ibrida anche GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 72.

strumento finanziario *non è* (non potendolo essere) sembrerebbe potersi affermare che:

- (a) sul confine del capitale di rischio, lo strumento finanziario non è azione, laddove l'azione è caratterizzata esclusivamente dall'imputabilità a capitale dell'apporto rappresentato dall'azione stessa¹¹⁰
- (b) sul confine capitale di debito, lo strumento finanziario non è obbligazione, laddove l'obbligazione è quella per cui è previsto un obbligo di rimborso del capitale non condizionato¹¹¹.

Prima di procedere oltre, seguendo il piano di lavoro delineato, è da segnalare che, in dottrina, è stata autorevolmente sostenuta la possibilità di ricondurre il rapporto sottostante agli strumenti finanziari al contratto¹¹² di associazione in partecipazione¹¹³, facendo tornare alla mente la fattispecie dei titoli rappresentativi di un diritto di associazione in partecipazione¹¹⁴; in particolare, si è sostenuto che l'apporto coinciderebbe (o meglio potrebbe coincidere) con

¹¹⁰ In tal senso, ANGELICI V., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825. CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 385 ss.; COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 729; DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 266; CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, cit., p. 415; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 521; TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1092.

¹¹¹ Si veda nota 101 e i riferimenti bibliografici ivi richiamati.

¹¹² Non è mai da dimenticare che come sottostante di ogni strumento finanziario vi è sempre un contratto; COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006, p. 5.

¹¹³ In generale sul rapporto tra associazione in partecipazione e strumenti finanziari ex art. 2346, ult. comma, si veda GALGANO F., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, 2003; MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. Soc.*, 2006, I.

¹¹⁴ Cfr., *ex multis*, MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1978, I; LA VILLA G., *Titoli rappresentativi di associazione in partecipazione*, in *Banche e Banchieri*, 1979; LIBONATI, *titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1985, I, p. 473ss.; AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980; PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982; e specificamente sull'associazione in partecipazione si veda, senza pretesa di completezza, BONDAVALLI D., *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1995; DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.

quello disciplinato nell'ambito dell'associazione in partecipazione e che gli strumenti emessi a fronte dell'apporto sarebbero rappresentativi di un rapporto giuridico di associato in partecipazione della società (creditore di una partecipazione agli utili con rischio di partecipazione alle perdite nei limiti dell'apporto eseguito) e sarebbero l'estrinsecazione documentale di una operazione economica di associazione in partecipazione¹¹⁵.

Ai fini della nostra analisi, l'assimilabilità, sul piano della causa, degli strumenti finanziari ad una fattispecie tipica potrebbe rappresentare un elemento decisivo nella riduzione ad unità delle varie fattispecie partendo, appunto, dell'individuazione della giustificazione causale dell'apporto previsto dall'articolo 2346, ult. comma.

D'altro canto, seppure deve concordarsi sulla possibilità che la giustificazione causale dell'apporto e il conseguente rapporto tra portatore dello strumento possa essere ricondotto, in concreto e in casi specifici, all'associazione in partecipazione e al rapporto associante-associato¹¹⁶, pare di poter concordare con quella dottrina che ritiene che il contratto di associazione in partecipazione non esaurisca la totalità degli strumenti finanziari emettibili a fronte dell'apporto¹¹⁷ per i quali, viceversa, come di dirà meglio in appresso, l'apporto potrà trovare una giustificazione causale di volta in volta diversa (finanziamento, partecipazione al capitale di rischio, associazione in partecipazione)¹¹⁸.

¹¹⁵ GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* (...), cit. 2003, p. 234; sul tema si veda, diffusamente, MIGNONE G. *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, cit., p. 1033ss.

¹¹⁶ ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2002; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 820ss, GIANNELLI, *Commento sub articolo 2447-ter*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, 2004.

¹¹⁷ Si veda, ad esempio, quanto riportato da MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 33, il quale rileva come nell'associazione in partecipazione è essenziale la partecipazione dell'associato agli utili di impresa, mentre i diritti patrimoniali riconosciuti al sottoscrittore possono assumere diversa conformazione.

¹¹⁸ In questo senso, tra gli altri, ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit., p. 131 e ss.; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e*

In assenza di tipizzazione della causa dei rapporti sottostanti all'emissione di strumenti finanziari, questi costituiscono (rispetto alla causa) una struttura neutra¹¹⁹. Pertanto, per quanto di rilievo ai fini della nostra analisi, la causa giustificativa dell'apporto non pare in grado di fungere da strumento utile per ricondurre ad unità la categoria.

4. Strumenti finanziari: categoria unitaria o pluralità di fattispecie

Individuate le caratteristiche precipue dell'azione e dell'obbligazione e, di riflesso, i limiti negativi della categoria *strumenti finanziari*, nonché appurata (seppure incidentalmente) l'impossibilità di ricondurre tale figura ad altra fattispecie tipica già presente nel nostro ordinamento occorre tentare di individuare l'esistenza di una connotazione positiva di tale espressione. In altre parole, resta da indagare la risposta alla domanda circa la possibilità di configurare gli *strumenti finanziari* codicistici come una categoria generale, cui corrisponda, sul piano della disciplina, un corpo di norme comune.

In prima approssimazione, pare di poter affermare che la possibilità di attribuire un ruolo di categoria giuridica all'espressione *strumenti finanziari* passa per l'individuazione di un elemento comune caratterizzante la categoria stessa oppure di una disciplina, almeno in parte, parimenti comune¹²⁰.

Si premette che il tentativo di riconduzione ad unità della disciplina e di ricerca dei tratti comuni della categoria sembra dover escludere *a priori* (dal perimetro dell'asserita categoria) gli strumenti finanziari di partecipazione

strumenti finanziari, cit., p. 805 e ss., GIANNELLI, *Commento sub articolo 2447-ter*, cit., CIAN M.; arg. ex *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 7, LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 90ss.; MIGNONE G. *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, cit., p. 1042; SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 37.

¹¹⁹ MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 468; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546.

¹²⁰ CIAN M.; arg. ex *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 6.

all'affare di cui all'articolo 2447-ter cod. civ. che mostrano una tale distanza dagli strumenti finanziari menzionati dagli artt. 2346 e 2411 tale da precludere ogni riduzione ad unità¹²¹. Tale tipologia di strumenti potrà al più assumere un rapporto di genere a specie rispetto agli strumenti di cui all'articolo 2346, ultimo comma. Pertanto le considerazioni che seguono saranno riferite esclusivamente agli strumenti finanziari diversi dagli stessi.

Da una prima disamina del panorama dottrinario in materia, le diverse ricostruzioni della categoria in esame sembrano tutte rappresentate: non è mancato chi ha sottolineato l'esistenza di una fattispecie unica accomunata dal *nomen iuris* "strumenti finanziari", così come chi ha delineato i confini tra tre fattispecie autonome, caratterizzate ciascuna da distinte discipline.

Una prima impostazione porta a considerare la categoria in parola come una fattispecie unitaria di cui gli artt. 2410 e seguenti (relativi alla disciplina generale delle obbligazioni) e l'articolo 2346, ultimo comma, rappresenterebbero la disciplina comune e generale, e a cui andrebbe ad affiancarsi una disciplina speciale riguardante i soli strumenti finanziari dotati

¹²¹ CIAN M.; arg. ex *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 8. Con riferimento agli strumenti finanziari di partecipazione all'affare e sulla natura degli stessi si veda DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa ecc.*, 2004, I; BARTALENA A., *I patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I; SANTAGATA G., *Strumenti finanziari partecipativi a specifici affari e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca Borsa ecc.*, 2005, 3. LAMANDINI M., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. Soc.*, 2003; LAUDONIO A., *Strumenti finanziari inerenti a patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2005, p. 125 e ss.; GIANNELLI, *Commento sub articolo 2447-ter*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, 2004. È da notare come, seppure in dottrina non si registrino tentativi di riduzione ad unità degli strumenti finanziari partecipativi all'affare e le altre figure previste dal codice, le posizioni circa i rapporti tra tali categorie sono diversi. Per NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi all'affare sarebbe del tutto distinta dalle altre ipotesi previste dal codice e si differenzerebbe sia a ragione della specifica natura dell'apporto che in termini di disciplina dei diritti amministrativi attribuibili. In senso difforme CIAN M.; arg. ex *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 21, per il quale esistono profili di sovrapposizione tra le due discipline e, conseguentemente, profili di intersezione tra le due categorie.

di diritti amministrativi¹²².

Allo stesso modo – accedendo ad una impostazione significativamente diversa – potrebbe immaginarsi la definizione di una categoria autonoma e intermedia costituita da strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni disciplinata positivamente dagli artt. 2346, ultimo comma, 2349, secondo comma e 2351 ultimo comma. Si tratterebbe di una categoria unitaria ed autonoma, posizionata in posizione mediana tra le azioni e le obbligazioni, rispetto alle quali costituirebbe un *tertium genus*; tale categoria, tuttavia, non esaurirebbe il novero degli strumenti finanziari emettibili dalle società per azioni, ma lascerebbe aperta la possibilità di emettere strumenti *ulteriormente* atipici¹²³. Essa sarebbe, in tale prospettiva, una categoria unitaria in relazione alla quale il legislatore avrebbe apprestato una disciplina di cornice rimettendo allo statuto, e quindi all'autonomia privata, il potere di determinare le caratteristiche degli strumenti¹²⁴.

Ancora con una impostazione diversa, è stata sostenuta la possibilità di ricondurre le varie figure di strumenti finanziari presenti nel nostro codice a tre (incluso gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare) fattispecie autonome e separate dotate ciascuna di una diversa disciplina¹²⁵.

¹²² FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 810 ss. Come correttamente rilevato da CIAN M.; arg. ex *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 8 tale costruzione si fonda sull'assunto (condivisibile) che la disciplina di cui agli artt. 2412 e ss. si applica ad ogni strumento finanziario incorporante un diritto al rimborso del capitale (sia esso condizionato o incondizionato) a prescindere dalla dotazione o meno di diritti amministrativi; tuttavia nota CIAN ciò non comporterebbe l'elevazione dell'articolo 2412 cod. civ. a disciplina generale degli ibridi, dal momento che esso non risulterebbe comunque applicabile alle ipotesi di strumenti finanziari che prevedono la restituzione in natura del bene apportato o che attribuiscono (in luogo del diritto al rimborso) il diritto ad una quota di liquidazione.

¹²³ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, p. 545, il quale tuttavia rileva come gli ulteriori strumenti finanziari atipici sarebbero comunque relegati in una posizione più marginale e residuale di quella che avveniva nel sistema ante-riforma.

¹²⁴ Cfr. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 532.

¹²⁵ Cfr. NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, Giuffrè, 2004. Da

Tralasciando, come detto, considerazioni circa gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare – di cui si dà per scontata la non riconducibilità sia sotto un profilo causale che contenutistico ad una categoria più generale – e seguendo l'ultima impostazione sopra accennata, si verrebbero a distinguere gli strumenti finanziari *quasi-debt* di cui all'articolo 2411, comma terzo, cod. civ. dagli strumenti finanziari *quasi-equity* di cui all'ultimo comma dell'articolo 2346 cod. civ. In particolare i primi si distinguerebbero dai secondi in virtù della possibilità – ammissibile solo per tali ultimi strumenti finanziari – di accordare ai sottoscrittori degli stessi un diritto al rimborso dell'apporto, caratterizzandosi quindi, da un punto di vista causale, quali strumenti relativi ad operazioni di finanziamento¹²⁶.

Le due diverse teorie sopra enunciate che prendono posizione a favore di una pluralità di fattispecie accomunate da un medesimo *nomen iuris* sembrano accomunate da alcuni elementi comuni. Esse sembrano entrambe partire dalla individuazione di due distinti corpi normativi rappresentativi quindi di due fattispecie diverse¹²⁷. In altri termini si sosterebbe che, dato uno strumento finanziario, esso potrebbe ricadere nel perimetro di applicazione della

notare che lo stesso NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari (...)*, cit., specifica che, comunque, le categorie introdotte nell'ordinamento non esauriscono il novero degli strumenti finanziari emettibili dalle società, costituendo un *tertium genus* che consente tuttavia l'emissione di ulteriori titoli *atipici*.

¹²⁶ Cfr. NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 636; CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 9, rileva le difficoltà dei rapporti tra strumenti *quasi-equity* e strumenti *quasi-debt* (o, per usare la terminologia dell'A. citato, strumenti partecipativi e quasi-obbligazionari) con particolare riferimento al caso della creazione (di cui non si discute la legittimità) di strumenti finanziari dotati di un diritto al rimborso condizionato all'andamento della società (come previsto dall'articolo 2411) e di diritti amministrativi (ai sensi dell'articolo 2346, ult. comma). L'A. citato rileva infatti come, sotto il profilo regolamentare, la doppia inclusione di uno strumento tal fatto nelle due categorie separate appare inaccettabile dato l'asserito carattere di reciproca esclusione delle due discipline.

¹²⁷ Sotto un profilo metodologico si segnala che, al fine di analizzare le impostazioni riportate nel testo si intende tentare di applicare il metodo della dimostrazione per assurdo proprio della matematica classica. Un approccio simile al problema è stato adottato da CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. Pertanto alcune delle argomentazioni utilizzate potranno intrecciarsi, sul piano del ragionamento, con quelle utilizzate dall'A. sopra citato nella sua opera, anche se, come si vedrà in appresso, si discosteranno nei contenuti e nelle conclusioni.

categoria degli strumenti *quasi-equity* o, in alternativa, nel perimetro di applicazione degli strumenti *quasi-debt*; l'attribuzione dello strumento finanziario ad una categoria piuttosto che all'altra, al fine di individuare la disciplina applicabile, sarebbe da effettuarsi sulla base dell'analisi dei diritti amministrativi o economici attribuiti allo strumento stesso¹²⁸.

Volendo ammettere, per un attimo, che le due diverse discipline siano vasi non comunicanti tra loro, la dimostrazione di tale separatezza passerebbe (necessariamente e alternativamente) per una interpretazione restrittiva dell'articolo 2346, ultimo comma, ovvero per una interpretazione integrativa della disposizione contenuta nell'articolo 2411, terzo comma. In altre parole, nel primo caso si andrebbe ad incidere sulla portata dell'articolo 2346, ultimo comma, cod. civ. in modo tale da limitare la stessa e affermare che agli strumenti finanziari emessi ai sensi del medesimo articolo non possa essere attribuito alcun diritto al rimborso del capitale¹²⁹. Nel secondo caso, si inciderebbe invece sulla nozione di strumenti finanziari rilevanti ai fini dell'applicazione della disciplina delle obbligazioni in modo tale da ampliare la stessa includendo, tra questi, gli strumenti che non solo prevedono un diritto al rimborso (seppur condizionato) del capitale, ma che, in aggiunta, *non*

¹²⁸ Cfr. CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 10. Per un diverso criterio distintivo tra strumenti finanziari di cui all'articolo 2346, ult. comma, e quelli di cui all'articolo 2411, terzo comma, si veda FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I, p. 711, il quale individua l'elemento determinante nella necessaria *frazionabilità aprioristica* degli strumenti *quasi-debt* (con la conseguente possibilità di diffusione tra il pubblico indistinto) e l'impossibilità di destinare gli strumenti *quasi equity* alla diffusione tra il pubblico.

¹²⁹ Sembrano esprimersi in tal senso DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 266 e TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, p. 149, il quale rileva espressamente che gli strumenti in parola si caratterizzerebbero per un rapporto sottostante ai sensi del quale il titolare dello strumento non avrebbe un diritto di restituzione della somma versata, ma alcuni diritti tipici della partecipazione sociale (diritto agli utili e quota di liquidazione). Ammette la possibilità che agli strumenti finanziari in questione sia attribuito il diritto al rimborso MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I, p. 457, il quale tuttavia specifica che tali strumenti dovranno, per poter essere ammissibili, ai sensi del nostro ordinamento incorporare altresì i diritti *partecipativi* propri dell'azionista.

prevedono l'attribuzione di diritti amministrativi¹³⁰.

Con riferimento al primo punto, è stato efficacemente notato¹³¹ come tale compressione della portata dell'articolo 2346, ultimo comma, risulterebbe del tutto priva di causa giustificatrice, sembrando sempre possibile la creazione di strumenti dotati di diritto al rimborso e di diritti amministrativi¹³².

Allo stesso modo non sembrerebbe convincente l'inclusione del requisito aggiuntivo (negativo) nella definizione della categoria degli strumenti di *quasi-debt*, in cui dovrebbero quindi rientrare i soli strumenti caratterizzati dal diritto condizionato al rimborso e sprovvisti dei diritti amministrativi. Il necessario corollario di tale impostazione sarebbe che gli strumenti dotati sia del diritto al rimborso che di diritti amministrativi resterebbero esclusi dall'ambito di applicazione dell'articolo 2411, comma terzo, per cui gli stessi sarebbero *assurdamente* emettibili al di fuori dei limiti di cui all'articolo 2412 (e salva l'applicazione analogica delle norme contenute nell'articolo stesso)¹³³.

Ai fini della nostra analisi sembra quindi potersi ritenere ammissibile l'emissione di uno strumento finanziario dotato sia del diritto al rimborso del capitale (seppur condizionato all'andamento della società) che di diritti amministrativi¹³⁴; in considerazione dell'importanza che tale tipologia di

¹³⁰ NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 636.

¹³¹ CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 11.

¹³² Riconosce tale possibilità anche FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813, il quale, come già indicato alla nota 108, è incline a ritenere ammissibile anche la creazione, ai sensi dell'articolo 2346, di strumenti dotati di diritto *incondizionato* al rimborso e dotati di diritti amministrativi, che rientrerebbero, a fini di disciplina di emissione, nel *concetto tipologico di obbligazione*.

¹³³ Cfr. ancora CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 11. BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, cit. p. 298. Sull'applicazione analogica delle disposizioni di cui all'articolo 2412 si vedano, per tutti, NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 636; MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 453 ss.

¹³⁴ In tal senso MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, cit., p. 251; SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. Not.*, 2004, I, 9. BARTALENA A., *Le nuove tipologie di*

strumento riveste ai fini dell'analisi che segue, per facilità di esposizione ci si riferirà allo stesso designandolo come *strumento dimostrazione*.

Accettata l'esistenza dello *strumento dimostrazione*, che, come detto, rientra in entrambe le categorie sopra delineate, sembra potersi considerare dimostrato il superamento di una visione che vede gli strumenti finanziari classificabili in due diverse categorie contraddistinte da complessi di norme isolati tra loro e tra cui non esistono momenti di intersezione.

Proseguendo il ragionamento, sempre facendo riferimento allo *strumento dimostrazione* (che racchiude in sé sia il diritto al rimborso condizionato all'andamento della società che diritti amministrativi) potrebbe quindi valutarsi la possibilità di configurare l'esistenza di un'unica fattispecie regolata sia dalle disposizioni contenute nella Sezione V che dall'articolo 2411, cod. civ. (e dalle norme ivi richiamate). Per far questo occorrerebbe dimostrare la possibilità della doppia sussunzione di uno strumento finanziario (in ipotesi, dello *strumento dimostrazione*) nella categoria degli strumenti *quasi-equity* e di quella *quasi-debt*.

In dottrina la doppia sussunzione di uno strumento nella categoria degli strumenti *quasi-equity* e di quella *quasi-debt* (che comporterebbe, a giudizio di chi scrive, un indizio decisivo nella creazione di una categoria unica) è stata criticata in ragione della portata del richiamo che il terzo comma dell'articolo 2411 cod. civ. fa all'applicazione agli strumenti *quasi-debt* di tutta la

strumenti finanziari, cit., p. 298. CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 11; DESIDERIO G., *La riforma del diritto societario e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003. Nella stessa linea STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, il quale tuttavia si esprime con chiarezza solo con riferimento alla possibilità di emettere strumenti finanziari dotati di diritto al rimborso *incondizionato* e di diritti amministrativi. Sembra esprimersi in tal senso anche MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 457, il quale, tuttavia, ritiene necessaria anche l'attribuzione di diritti propri dell'azionista (al fine di garantire agli strumenti il necessario requisito della *partecipatività*).

disciplina relativa alle obbligazioni contenuta nella Sezione VII¹³⁵. L'elemento centrale di tale critica è che l'estensione del richiamo – che renderebbe applicabile l'intera disciplina delle obbligazioni e non solo i limiti all'emissione – comporterebbe una incompatibilità in termini di disciplina¹³⁶.

In particolare, è stato rilevato che la doppia applicazione delle disposizioni contenute nella Sezione V e di quelle contenute nella Sezione VII comporterebbe difficoltà in termini di individuazione della disciplina con riferimento sia all'organo competente a deliberare l'emissione che alle norme relative all'organizzazione del gruppo. Sul primo profilo, si evidenzerebbe un contrasto tra la competenza degli amministratori a deliberare l'emissione di obbligazioni ai sensi dell'articolo 2410, con la necessità, asserita da alcuni, di una delibera assembleare o comunque di una previsione statutaria che legittimi l'emissione di strumenti finanziari e ne disciplini le modalità di emissione¹³⁷.

Sotto il profilo organizzativo il conflitto di norme sarebbe ravvisabile tra l'applicazione agli strumenti finanziari *quasi-equity* delle previsioni di cui all'articolo 2376 e l'applicazione agli strumenti *quasi-debt* delle norme relative all'assemblea degli obbligazionisti (art. 2415)¹³⁸.

Per superare tale ostacolo all'ipotesi della doppia sussunzione è stato sostenuto che la compatibilità dei due gruppi di norme potrebbe essere assicurata

¹³⁵ Cfr. SARALE, *Commento sub artt. 2410 e 2411*, in COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario, Commentario*, Bologna, 2004, p. 28. CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 13.

¹³⁶ Cfr. SARALE, *Commento sub artt. 2410 e 2411*, in COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, cit., p. 28.

¹³⁷ Tale conflitto appare tuttavia più apparente che reale posta la natura dispositiva della previsione di cui all'articolo 2410 cod. civ. che fa espressamente salva ogni diversa disposizione statutaria (V. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. Not.*, 2004, I, 9).

¹³⁸ È stato rilevato (sempre SARALE, cit., p. 1260) come le due organizzazioni non coincidano. In verità, come si dirà in seguito, pur concordando sulla circostanza della non coincidenza tra le due organizzazioni, non si vede perché l'applicazione di una disciplina debba escludere l'altra ben potendosi immaginare l'applicazione dell'articolo 2376 a tutte le ipotesi di strumenti finanziari attributivi di diritti amministrativi, nonché l'applicazione agli stessi strumenti, che attribuiscono anche un diritto al rimborso del capitale, delle disposizioni relative all'assemblea degli obbligazionisti. Sulla possibilità di coordinamento tra le due discipline si veda anche BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 937, MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, cit., p. 251.

operando una riduzione teleologica della portata del rinvio operato dall'articolo 2411, terzo comma, al fine di affermare l'applicabilità integrale dello stesso ai soli strumenti privi di diritti amministrativi, mentre, con riferimento agli strumenti forniti di tali diritti, ma comunque rappresentativi di una operazione di prestito (quali lo *strumento dimostrazione*), il rinvio all'applicabilità della disciplina delle obbligazioni andrebbe inteso come mero richiamo all'applicazione dei limiti quantitativi all'emissione previsti dall'articolo 2412¹³⁹.

Così lo *strumento dimostrazione* sarebbe soggetto alla disciplina della Sezione V, ma sarebbe comunque soggetto anche ai limiti di emissione contenuti nella Sezione VII (rimanendo non applicabili a tale strumento le altre disposizioni di tale sezione). Viceversa, si applicherebbe l'intera Sezione VII ai soli strumenti sforniti di diritti amministrativi.

Pur superando il tema dell'incompatibilità di disciplina (che come detto è l'ostacolo principale alla creazione di una categoria unitaria), le conseguenze necessarie di tale impostazione, in termini di identificazione di una categoria, sarebbero la negazione della possibilità di individuazione di una categoria autonoma e l'individuazione di due classi distinte in relazione tra loro e il cui rapporto assumerebbe le fattezze di due insiemi distinti il cui insieme di intersezione esiste “*esistendo figure di ibridi sussumibili al contempo entro l'una ed entro l'altra fattispecie*”¹⁴⁰ e sarebbe rappresentato dallo *strumento*

¹³⁹ CIAN M., in *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 13 ss. Nell'operare tale riduzione teleologica l'A. citato presta rilievo alla circostanza che il rinvio di cui all'articolo 2411, comma 3, è primariamente rivolto a rendere applicabile la disciplina dei limiti all'emissione di obbligazioni a tutti quei casi in cui ci sia un'operazione di prestito da parte della società (a prescindere dalla circostanza che tale operazione sia accompagnata o meno all'attribuzione di diritti amministrativi ai portatori degli strumenti emessi). Viceversa l'applicazione dell'intera disciplina richiamata dall'articolo 2411, terzo comma, (l'intera sezione relativa alle obbligazioni) ben si applicherebbe alle ipotesi di strumenti finanziari rappresentativi di un'operazione di prestito e sforniti di diritti amministrativi.

¹⁴⁰ Sempre CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., 17 ss. il quale riconosce che, in termini di disciplina, la ricostruzione dallo stesso adottata non differisce da quella adottata da NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 635ss., il quale ritiene l'articolo

dimostrazione.

Tale impostazione appare appagante in termini di disciplina e valorizza in molti aspetti quella che sembrava essere l'*intenzione* del legislatore della riforma. In particolare, viene valorizzata la circostanza che il rinvio operato dal terzo comma dell'articolo 2411 cod. civ. era probabilmente volto a rendere generalmente applicabile a tutte le operazioni di prestito i limiti all'emissione delle obbligazioni¹⁴¹, volti a soddisfare "*l'esigenza di una equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti*"¹⁴².

Tuttavia, tale impostazione pare poco aderente al dato testuale della disposizione contenuta nell'articolo 2411, comma terzo; infatti non appare fondata su alcun dato positivo l'interpretazione restrittiva della portata del rinvio all'intera disciplina dell'obbligazione operata da tale disposizione tale per cui agli strumenti dotati di diritto al rimborso (seppur condizionato) e di

2411, comma terzo, applicabile ai soli strumenti non dotati di diritti amministrativi, ritenendo però applicabili in via analogica agli strumenti dotati di diritti amministrativi che prevedono un diritto al rimborso del capitale (lo *strumento dimostrazione*) i limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 cod. civ. Vedi anche FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 820ss, il quale sembra ritenere applicabile il limite previsto dall'articolo 2412 alla generalità degli strumenti finanziari.

¹⁴¹ Con riferimento al rinvio operato dall'articolo 2411, comma terzo, si veda CORSI, *Diritto dell'impresa*, Milano, 2003, p. 325. Si veda anche DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 266, il quale, correttamente, sottolinea l'inopportunità di sottoporre alla disciplina delle obbligazioni strumenti che, prevedendo un diritto al rimborso condizionato all'andamento della società, si atteggiavano a titoli di rischio piuttosto che di debito. Nello stesso senso MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 241. Sulla *ratio* dei limiti all'emissione di obbligazioni e, in generale, sull'equilibrio tra mezzi propri e finanziamenti di terzi, si veda LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 103ss. ID., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 9. Per verificare la rilevanza data al tema *capital structure* (intesa come *mix* tra capitale proprio e debito nelle società), sia in termini di efficienza che di regolamentazione, anche tra i commentatori statunitensi basti rimandare a BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, cit., 500ss. Per una visione del tema nel sistema inglese, si veda FERRAN E., *Company law and corporate finance*, cit., p. 59ss.

¹⁴² Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, che continuava "*si è in presenza di una tecnica volta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio*":

diritti amministrativi (quale lo *strumento dimostrazione*) non si applicherebbero le norme, in tema di obbligazioni, diverse da quelle relative ai limiti di emissione. Pare invece che la formulazione dell'articolo 2411, terzo comma, non tenga conto in alcun modo della circostanza che gli strumenti finanziari siano dotati o meno di diritti amministrativi, ma esiga una attenta indagine del contenuto patrimoniale dello strumento finanziario al fine di verificare se lo stesso ricada nel campo di applicazione della norma¹⁴³.

Sulla base di un dato meramente testuale allo *strumento dimostrazione* sembrerebbero applicarsi, invece, sia le norme di cui alla Sezione V che quelle di cui alla Sezione VII¹⁴⁴.

È opportuno fare un passo indietro. La teoria della riduzione della portata del rinvio operata dall'articolo 2411 era stata elaborata per superare le critiche mosse da certa dottrina alla possibilità della doppia sussunzione dello *strumento dimostrazione* nella categoria degli strumenti *quasi-equity* e di quella *quasi-debt*¹⁴⁵. Come detto l'estensione del rinvio all'intera disciplina delle obbligazioni comporterebbe una disarmonia e, asseritamente, incompatibilità in termini di disciplina in caso di applicazione congiunta delle

¹⁴³ MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 461;

¹⁴⁴ Non sembra dubitare della possibilità di applicare congiuntamente le due discipline SPADA, *C'era una volta la società...*, cit., p. 9, il quale afferma che in tale ipotesi si applicherà il regime delle obbligazioni eccezione fatta per l'emissione, che sarebbe oggetto di riserva statutaria ai sensi dell'articolo 2346, ultimo comma. Nello stesso senso si veda anche MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 251 per il quale dovrebbe farsi prevalere "*la disciplina che (non complessivamente ma) per ogni singolo aspetto più favorevole [al portatore dello strumento]*"; BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 937; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 563. Sembra considerare le norme più volte menzionate come un'unica disciplina anche DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, cit., p. 263. Mi pare di rilievo che anche chi predilige l'impostazione della separatezza tra le categorie, allorquando ammetta la plausibilità di una impostazione diversa rilevi la necessaria applicazione congiunta della disciplina degli strumenti *quasi-equity* e dell'intera disciplina delle obbligazioni, pur sollevando, naturalmente il tema della disarmonia tra le due discipline; in tal senso FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., p. 711.

¹⁴⁵ Cfr. in particolare SARALE, *Commento sub artt. 2410 e 2411*, cit., p. 28.

stesse che avrebbero come conseguenza quella di rendere impossibile la riconduzione del fenomeno ad una categoria unitaria.

In particolare, è stato rilevato che la doppia applicazione delle disposizioni contenute nella Sezione V e di quelle contenute nella Sezione VII creerebbe disarmonie e comporterebbe difficoltà in termini di individuazione della disciplina con riferimento sia all'organo competente a deliberare l'emissione che alle norme relative all'organizzazione del gruppo¹⁴⁶.

Tuttavia, come sopra indicato, le difficoltà in termini di applicazione delle due discipline sovrapposte non appaiono elemento sufficiente per giustificare un'arbitraria riduzione del campo di applicazione di uno dei due gruppi normativi. Pertanto sembrerebbe legittimo ipotizzare che, in presenza di uno strumento finanziario avente le caratteristiche dello *strumento dimostrazione*, si possano applicare congiuntamente le norme della Sezione V e Sezione VII¹⁴⁷. Ciò almeno nella misura in cui le norme di cui agli articoli 2410 e ss. in materia di obbligazioni non siano in contrasto con quanto espressamente previsto da altre disposizioni riguardanti gli strumenti finanziari emettabili dalle società per azioni¹⁴⁸.

In tale prospettiva, considerata la possibilità di applicazione congiunta delle due discipline, appare plausibile la tesi della sovrapposizione delle discipline codicistiche. Se questo è vero, sembrerebbero superati i limiti alla configurazione, partendo dalla disciplina, di una categoria unitaria, avente i

¹⁴⁶ *Ibidem*, p. 29

¹⁴⁷ Si veda, in aggiunta ai già citati riferimenti di cui alla nota 134, BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 937, il quale, nell'operare un tentativo di coordinamento tra i due gruppi di disposizioni applicabili, con specifico riferimento alla sovrapposizione tra la disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti e l'organizzazione corporativa di cui all'articolo 2376 cod. civ. sottolinea come le competenze dell'assemblea di portatori di strumenti finanziari (integranti lo *strumento dimostrazione*) saranno più ampie di quelle previste dall'articolo 2415 (nonché 2376) cod. civ. Lo stesso A. si spinge oltre affermando che nel caso di un unico strumento finanziario (avente le caratteristiche dello *strumento dimostrazione*) attribuito ad un unico soggetto, l'organizzazione corporativa debba rimanere quiescente, ma spetti al singolo l'esercizio dei diritti previsti dalla normativa.

¹⁴⁸ GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 77. ss.

suoi limiti negativi nei due estremi dell'*equity debt continuum*¹⁴⁹ e comprensiva di qualunque strumento di finanziamento dell'impresa sociale¹⁵⁰.

Ancora nella stessa prospettiva, le disposizioni di cui all'articolo 2411, terzo comma, si porrebbero in rapporto di genere a specie con la disciplina generale degli strumenti finanziari e si applicherebbero a quegli strumenti, emessi comunque ai sensi dell'articolo 2346, ult. comma, che il legislatore ha ritenuto di assimilare a strumenti di *debt* e sottoporre *anche* alla relativa disciplina¹⁵¹.

¹⁴⁹ L'*equity debt continuum* è un concetto tipicamente economico utilizzato dalle agenzie di *rating* nell'analisi, a fini di solidità degli emittenti, di strumenti finanziari ibridi. Il concetto di *equity debt continuum* è stato utilizzato per la prima volta dall'agenzia di rating Moody's in una pubblicazione dal nome "*Hybrid Securities: Debt or Equity?*" (Aug. 1995). Ogni agenzia di rating ha poi elaborato le sue diverse classificazioni. Il *continuum* immaginato da Moody's è composto da cinque sezioni (dai confini non ben definiti) la prima di esse ha una percentuale di *equity* pari a 0% e di debito pari a 100% e, viceversa, alla quinta è attribuita una percentuale di *equity* del 100% e nessuna componente di debito. Ai due estremi del *continuum* sono le azioni (*common shares*) e le obbligazioni *senior*. Nel mezzo una combinazione infinita di componenti *equity* e *debt* danno vita ad una combinazione infinita di strumenti ibridi. Anche l'Agenzia di *rating* Fitch ha elaborato un modello volto a rappresentare l'*equity debt continuum* (si veda *Hybrid Securities: Evaluating the Credit Impact – Revisited*, April 20, 2005, su www.fitchratings.com) posizionando sullo stesso una serie di strumenti finanziari ibridi che partendo dalle *common shares* (con una componente *equity* del 100%) arrivano allo *straight debt* passando per obbligazioni subordinate convertibili (90% *equity*), *preferred shares* a lungo termine (80% *equity*), obbligazioni obbligatoriamente convertibili (60-70% *equity*), obbligazioni non garantite subordinate (40%). Da un punto di vista giuridico è interessante notare come, a differenza dell'impostazione adottata dal legislatore della riforma, nell'ambito dei sistemi anglosassoni, l'*equity debt continuum* sia coperto attraverso l'utilizzo di figure che sono sempre riconducibili alle due fattispecie tipiche delle *shares* e delle *debentures*; si veda, per tutti, DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., p. 299ss. Nella dottrina italiana, sul concetto di *equity debt continuum*, si veda ANGELICI V., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.

¹⁵⁰ Nella dottrina italiana si esprime in termini di *linea continua ininterrotta* che ha i suoi estremi nelle obbligazioni e nella fattispecie azionaria, ma che è caratterizzata da un susseguirsi di fattispecie contigue e ibride, che sfuggono ai connotati specifici del capitale di credito e del capitale di rischio anche MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 453ss. Fornisce un'idea visiva della fattispecie anche il riferimento al "*continuum di grigi*" di difficile riconduzione ad unità sistematica cui fa riferimento SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 269.

¹⁵¹ Arriva ad affermare l'unicità della disciplina anche FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit. p. 6, il quale tuttavia considera il rapporto tra le due discipline in termini invertiti rispetto a quelli proposti nel testo. In particolare, se ben si comprende, l'A. ricostruisce la disciplina delle obbligazioni (artt. 2410 ss.) e, in parte, l'articolo 2346, ult. comma, come disciplina *generale* degli strumenti finanziari, intesi come strumenti di debito dotati (o meno) di diritti amministrativi; a tale disciplina generale si andrebbe ad aggiungere

5. *Strumenti finanziari come categoria residuale e di chiusura.*

Per completare l'analisi tipologica, considerando acquisita la possibilità di considerare gli *strumenti finanziari* codicistici come una categoria unitaria¹⁵², l'oggetto dell'analisi si deve spostare su due aspetti meritevoli di attenzione: la funzione della categoria nell'ambito del sistema di finanziamento dell'impresa e l'ampiezza della stessa, intesa come misura della portata della categoria.

Sotto il primo profilo, l'articolo 2346, ultimo comma, rappresenterebbe una norma volta a ribadire l'autonomia dell'impresa di finanziarsi nelle forme preferite attribuendo ai suoi "creditori" i diritti economici ed amministrativi più diversi.

Come autorevolmente notato, l'ammissibilità di titoli atipici era stata a lungo discussa con riguardo ai titoli di credito e la soluzione dell'ammissibilità era solitamente riconosciuta attribuendo una portata applicativa generale al principio dell'autonomia negoziale¹⁵³. Tuttavia, se già le modifiche apportate relativamente alle categorie di azioni sembrano far vacillare il confine tra tipicità e atipicità degli strumenti di finanziamento dell'impresa, la disposizione di cui all'articolo 2346, comma 6, rende ancora più labile questo confine fino

una disciplina speciale per i soli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi (rappresentata dalle disposizioni contenute nella Sezione V).

¹⁵² Stante l'eterogeneità delle figure riconducibili all'espressione strumenti finanziari, seppure in presenza di una unicità di disciplina, si preferisce continuare a riferirsi al fenomeno con il termine *categoria* piuttosto che fattispecie, in ciò concordando, con i limiti presenti nel testo, con TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1089.

¹⁵³ Cfr. SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, cit., 2004, p. 285. Sull'autonomia negoziale nella creazione dei titoli atipici si veda FERRI G., *Sul concetto di titolo di credito*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 1956, I, p. 322 ss; LIBONATI, *Titoli atipici e non (I certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1985, I; MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1978, I; PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982, 706 ss. Sulle difficoltà di assimilazione tra autonomia negoziale del mondo privatistico e autonomia statutaria nella disciplina delle società (e relative conseguenze) si veda FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., I, p. 68 e ss.

a farlo completamente evaporare¹⁵⁴, così riconoscendo la possibilità per l'impresa costituita in forma societaria di emettere titoli atipici¹⁵⁵.

Il riconoscimento del diritto della società di finanziarsi emettendo titoli atipici sembra collegato con la visione della società per azioni come modello di organizzazione del finanziamento dell'impresa emergente dalla riforma¹⁵⁶. Ci si riferisce in particolare all'emergere (o al rafforzarsi) di un concetto di s.p.a. non più come “*soggetto persona giuridica che esercita una impresa, quanto piuttosto come un'organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento dell'impresa*”¹⁵⁷.

In quest'ottica la presenza degli strumenti finanziari andrebbe vista come estrinsecazione dell'intento, da parte del legislatore, di non trascurare alcuna soluzione per consentire alla società di acquisire con modalità societarie tutto ciò che potrebbe comunque acquisire attraverso un normale contratto di scambio¹⁵⁸.

In tale contesto sarebbe comunque rimessa ai privati la scelta di finanziarsi emettendo azioni (assoggettandosi alla relativa disciplina), emettendo strumenti obbligazionari (o strumenti comunque soggetti alla disciplina delle obbligazioni) o ancora emettendo strumenti finanziari *atipici*¹⁵⁹.

¹⁵⁴ In questa prospettiva, ancora SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, cit., 2004, p. 287.

¹⁵⁵ È forse per questo che non è mancato (tra gli altri MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 437) chi ha richiamato l'attualità con riferimento a tale disposizione della nota espressione di PORTALE (cfr. PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in BONELLI e altri (a cura di) *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.), con riferimento alle azioni di risparmio: “*titoli tipici dal contenuto atipico*”.

¹⁵⁶ CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2006, I, 672 ss. il quale peraltro sottolinea come tale visione si attagli (esclusivamente) alle imprese medie e grandi; LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, 2005, 242; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825.

¹⁵⁷ FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I, p. 713.

¹⁵⁸ *Id.*, *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, cit., p. 712.

¹⁵⁹ Si veda ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 172 e ss., il quale sottolinea le

Sotto il secondo profilo sopra richiamato (quello dell'ampiezza della categoria), la categoria sembra destinata ad assumere le fattezze di una categoria residuale¹⁶⁰ in cui ricadono tutti gli strumenti di investimento volti a coprire le esigenze finanziarie di un'impresa¹⁶¹. Nella categoria in parola rientreranno quindi una quantità di fattispecie ibride e spetterà all'interprete la riconduzione delle stesse alla raccolta di capitale di credito o a quella di capitale di rischio con le ovvie conseguenze in termini di disciplina¹⁶².

Come autorevolmente rilevato, l'utilizzo dell'espressione strumenti finanziari nel sistema del codice tende talora a comprendere ogni finanziamento dell'impresa, inclusivo dunque anche delle azioni, in tutte le forme, e delle obbligazioni; in altre occasioni assume un significato più ristretto indicante un fenomeno terzo rispetto alle due figure tipiche¹⁶³. Naturalmente, si ritiene che l'adesione all'una o all'altra impostazione non dovrebbe avere conseguenze in termini di disciplina, in quanto si ritiene che, qualora si aderisse alla prima impostazione, alle scarse norme in tema di strumenti finanziari dovrebbe essere riconosciuto il requisito della cedevolezza proprio delle norme residuali, tale per cui le stesse dovrebbero trovare applicazione solo allorquando le singole fattispecie non trovassero puntuale disciplina positiva

conseguenze di tale impostazione in riferimento al superamento delle categorie separate nel nostro ordinamento.

¹⁶⁰ Sull'opportunità sistematica di inserire una categoria residuale così ampia nel contesto della riforma si veda LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 532, il quale sottolinea come l'ampiezza di una categoria residuale così ampia si accompagna in genere ad una certa tipizzazione imperativa della fattispecie azionaria e obbligazionaria, mentre, a seguito degli interventi della riforma sulla disciplina delle azioni e delle obbligazioni (che ha reso *elastiche* anche tali fattispecie), ciò non è in Italia.

¹⁶¹ PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. Dir. priv.*, 2002, p. 706.

¹⁶² Sulla rilevanza della riconduzione delle fattispecie alla raccolta di capitale di credito o di rischio al fine di evitare che gli strumenti in questione possano essere utilizzati per evitare l'applicazione di norme imperative, si veda LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, cit., p. 520 ss; MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 454.

¹⁶³ FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, in cit., p. 689.

nel sistema codicistico.

Quel che appare certo è che la mera esistenza di tale categoria (ricomprensiva o meno al suo interno le azioni e le obbligazioni) ha come necessaria conseguenza l'elisione degli ultimi punti di discontinuità sulla retta dell'*equity debt continuum* ai cui estremi si trovano l'azione ordinaria e l'obbligazione pura.

Rientreranno, quindi, nella categoria gli strumenti ibridi, ovvero quegli strumenti che presentano congiuntamente caratteristiche proprie dei titoli di debito e dei titoli di capitale di rischio¹⁶⁴, nonché sarà possibile emettere *voting bonds*¹⁶⁵, cioè titoli obbligazionari cui è attribuito il diritto di voto su determinate materie o ripetere le esperienze di emissione di titoli *ibridi* già effettuate nell'ambito di altri paesi europei¹⁶⁶.

Tuttavia, nonostante la disposizione contenuta nell'articolo 2346, ultimo comma, da una parte, riconosca e tipizzi strumenti ibridi già conosciuti nel nostro ordinamento e, dall'altra, consenta, come si dirà in appresso, la creazione di strumenti finanziari dotati dei più disparati diritti permane un generale limite di meritevolezza degli interessi tutelati e di congruenza con il sistema vigente¹⁶⁷.

Tale limite dovrebbe far sì che la norma sopra menzionata non sia vista come giustificatrice di ogni prodotto ideato (o come strumento per superare limiti normativi o altre norme imperative), ma possa costituire un *ordinato*

¹⁶⁴ Per tutti, HAMILTON R.W., *Corporations*, West Group – Black Letter Series, 1997, p. 224, per il quale “*hybrid securities are securities that have some of the attributes of debt and some of the attributes of preferred stock*”.

¹⁶⁵ In senso diverso si veda ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit., 152.

¹⁶⁶ Si pensi, per tutte, alle *parts bénéficiaires* belghe. In proposito, si veda CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004.

¹⁶⁷ In questo senso, MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 244, il quale cita un noto contributo di LIBONATI, *Titoli atipici e non (I certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1985, I, in cui tale ultimo A., con riferimento specifico alla nozione di *valore mobiliare* affermava che, di ogni valore rientrante nella nozione, dovesse “*verificarsi la congruenza con il sistema vigente*”.

contenitore di ciò che non rientra nei due tipi base di strumenti di investimento¹⁶⁸. Viceversa, non dovrebbe essere possibile la creazione di strumenti finanziari aventi le caratteristiche delle obbligazioni *pure* o di azioni di risparmio al solo fine di ottenere l'applicazione della scarsa disciplina degli strumenti finanziari in luogo della disciplina apprestata per tali specifici strumenti.

¹⁶⁸ MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 246.

CAPITOLO 2 – I LIMITI INTERNI, NEGOZIALI E DI SISTEMA ALLA CREAZIONE ED EMISSIONE DI STRUMENTI FINANZIARI.

1. Funzione dei diritti amministrativi attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari. Poteri di voice e controllo e poteri gestori. I limiti ai diritti amministrativi attribuibili

Una volta individuati i profili tipologici della categoria-contenitore strumenti finanziari, in un'ottica propedeutica allo sviluppo dell'analisi, occorre focalizzare l'attenzione su alcuni aspetti della disciplina degli strumenti finanziari stessi. Ci si riferisce, in prima battuta, ai profili di disciplina riguardanti i limiti interni alla creazione di strumenti finanziari, che si estrinsecano sul piano dei diritti (amministrativi e patrimoniali) astrattamente attribuibili agli stessi. Il completamento dell'analisi (per i fini che qui interessano) dovrà poi passare per l'individuazione dei limiti esterni, o di sistema, all'emissione di tali strumenti al fine di delimitare l'esatta portata dell'influenza che i portatori degli strumenti stessi possono esercitare sulla gestione dell'impresa sociale.

Come già indicato in premessa, gli approfondimenti sopra indicati sono strettamente propedeutici all'approccio della tematica relativa all'impatto dell'introduzione nell'ordinamento degli strumenti in parola sulla *governance* societaria bancaria e, in ultima analisi, sulla disciplina degli assetti proprietari delle banche, di cui si dirà oltre nel testo.

Sul primo punto (individuazione dei diritti attribuibili), mi pare, che il tema centrale insista nell'individuazione della portata e della funzione dei diritti amministrativi attribuibili. Come si vedrà tale individuazione è intrinsecamente (seppure non legalmente) legata alla portata e alla natura dei diritti patrimoniali attribuiti agli stessi strumenti, di tal che non si potrà trattare

l'un argomento senza contestualmente trattare, seppure in maniera meno approfondita, anche l'altro.

In generale, si è discusso se i diritti amministrativi attribuibili agli strumenti abbiano una funzione di consentire al portatore un controllo dell'investimento effettuato (sulla falsariga dei diritti minori attribuiti all'organizzazione degli obbligazionisti) ovvero abbiano la (diversa) funzione di consentire una co-gestione dell'impresa sociale¹⁶⁹.

In una prospettiva comparatistica si può notare che le funzioni (co-gestione e controllo dell'investimento) sono di volta in volta ispiratrici di disposizioni che attribuiscono (o consentono di attribuire) all'investitore diritti di carattere corporativo¹⁷⁰. Il riconoscimento di poteri di influenza forte (che sfociano nella co-gestione) appare diffuso nei sistemi anglosassoni, laddove è generalmente riconosciuta la possibilità di garantire ai finanziatori diversi dai soci il potere di interazione nella determinazione della volontà sociale (ordinariamente riservata ai soci)¹⁷¹, mentre la limitazione dei diritti amministrativi in un'ottica di controllo dell'investimento e di tutela dei diritti di categoria appare prerogativa dei sistemi dell'Europa continentale¹⁷².

¹⁶⁹ Si veda, per tutti, Cian M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 47ss.

¹⁷⁰ *Ibidem*.

¹⁷¹ Con riferimento all'allocazione dei poteri di influenza sulla gestione sociale, si veda, in relazione all'esperienza statunitense HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, West Group - Hornbook Series, 1983, p. 490 e ss; in relazione al Regno Unito, DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, cit., p. 800 e ss.

¹⁷² Ci riferisce in particolare ai *titres participatifs* di diritto francese, che si caratterizzano, sotto un profilo patrimoniale per il diritto di partecipazione agli utili e il diritto (subordinato) alla quota di liquidazione, e sotto un profilo amministrativo, per l'attribuzione di diritti (sostanzialmente) di informazione; in relazione a tali titoli si veda BOULOC, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983)*, in *Rev. Soc.* 1983, p. 523. Come già accennato, sembrano avere la stessa funzione, seppure con significative differenze in termini di diritti attribuibili, le già citate *parts bénéficiaires* di diritto belga; in relazione a tali strumenti, infatti, pur essendo consentita l'attribuzione del diritto di voto, sono previsti meccanismi di salvaguardia volti ad impedire che i titolari di tali strumenti possano costituire la maggioranza che determina la volontà sociale. Si veda CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, cit., 2004, p. 227ss.]; nella dottrina italiana, con riferimento alle esperienze di titoli partecipativi

Mi pare di poter affermare sin d'ora (ma su tale apodittica affermazione si tornerà *infra*), che la nuova disciplina, seppure con i limiti di cui si dirà in appresso, sembra affidare all'autonomia negoziale la scelta tra compartecipazione al governo e difesa dell'investimento¹⁷³, di tal che la questione mi pare mantenga la sua rilevanza ai fini di questo lavoro.

1.1 Le esperienze straniere di riferimento

Come sopra accennato una prospettiva comparatistica di analisi delle esperienze straniere assimilabili agli strumenti finanziari codicistici può fornire un supporto importante nella individuazione e definizione delle tipologie di diritti e poteri attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari in parola.

In tale prospettiva il riferimento alle esperienze straniere riguarda tutte quelle ipotesi di ibridi sviluppate tanto nei sistemi anglosassoni che in quelli dell'Europa continentale. Su un piano generale, le c.d. “*hybrid securities*” sono “*securities that have some of the attributes of debt and some of the attributes of preferred stock*”¹⁷⁴. Si tratta di quei titoli che, seppure diffusi nella pratica e, in taluni casi, disciplinati positivamente, si collocano in una zona “grigia” e presentano caratteristiche fortemente ibride, restando sospesi tra azioni e obbligazioni.

ed ibridi nel mondo anglosassone e continentale si veda LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 57ss.

¹⁷³ CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 48, il quale, tuttavia, sottolinea come l'esigenza di conservare ai soci il ruolo di categoria predominante nella gestione dell'impresa sociale, che si estrinseca nelle limitazioni all'attribuzione dei diritti, pare *orientare* (anche se non vincolare) la soluzione verso una delimitazione dei poteri amministrativi all'ambito della difesa dell'investimento. Così anche LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536, il quale legge il divieto di attribuzione del diritto di voto nell'assemblea generale insieme alla limitazione della nomina di un amministratore all'indicazione *extra-assembleare* di un amministratore indipendente come un divieto che il governo della società possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di tali strumenti.

¹⁷⁴ HAMILTON R.W., *Corporations*, West Group – Black Letter Series, 1997, p. 224

Una breve disamina di tali esperienze appare funzionale ad un'attenta comprensione del fenomeno domestico e i concetti di seguito espressi saranno poi utilizzati come canone ermeneutico della fattispecie italiana.

Come si dirà meglio nel seguito, allorquando si affronta il tema degli strumenti finanziari introdotti dal legislatore della riforma, le *parts bénéficiaires* di diritto belga sono considerate il riferimento immediato nell'esperienza continentale. Tali strumenti sono riconosciuti da una previsione di applicazione generale inserita nel Code des Sociétés, che prevede che “*indépendamment des actions représentatives du capital social, il peut être créé des titres ou des parts bénéficiaires*” e che “*les statuts déterminent les droits qui y sont attachés*” a tali strumenti¹⁷⁵.

Su un piano generale tali strumenti sembrano avere la medesima funzione dei *titres participatifs* francesi, seppure sussistono significative differenze in termini disciplina e di diritti attribuibili. Essi possono essere emessi, sia in sede di costituzione della società, che successivamente, tanto a fronte di apporti in natura o pecuniari che di opere e servizi, restando comunque fermo il divieto di imputare tali apporti a capitale sociale¹⁷⁶.

Sul piano dei diritti attribuibili, la disciplina positiva lascia ampia libertà all'autonomia statutaria. In particolare, sul piano dei diritti patrimoniali, la libertà è pressoché assoluta, vista la possibilità di attribuire ai possessori di tali strumenti il diritto ad un dividendo periodico (o ad un dividendo maggiorato) così come il diritto a ricevere una parte dell'attivo di liquidazione o, ancora, un diritto al rimborso di quanto apportato. In altri termini, da un punto di vista patrimoniale, tali strumenti possono essere creati con contenuto identico tanto alle azioni che alle obbligazioni.

¹⁷⁵ Nella dottrina italiana una puntuale descrizione di tale tipologia di strumenti, anche in relazione agli strumenti finanziari di cui all'articolo 2346 cod. civ. è contenuta in CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004.

¹⁷⁶ DU FAUX, *L'émission de parts bénéficiaires en cours d'existence de la société anonyme*, in *Rev. Not.*, 1988, p. 542.

Sul piano dei diritti amministrativi, è consentita l'attribuzione del diritto di voto in assemblea, ma, allo stesso tempo, sono previsti meccanismi di salvaguardia volti ad impedire che i titolari di tali strumenti possano costituire la maggioranza che determina la volontà sociale¹⁷⁷. Tale obiettivo è assicurato attraverso il divieto di attribuzione di più di un voto per titolo e attraverso la previsione che impone che l'insieme dei voti attribuiti a tali strumenti non può superare la metà di quelli attribuiti alle azioni, né, in una singola votazione, possono essere computati i voti espressi dai titolari di *parts bénéficiaires* che superino i due terzi del numero dei voti espressi dagli azionisti¹⁷⁸.

Gli strumenti in parola possono quindi assumere, salvo i limiti sopra esposti, tanto le caratteristiche proprie dello strumento azionario che di quello obbligazionario. Di tal che, qualora i diritti attribuiti allo strumento saranno assimilabili a quelli propri delle azioni (dividendo, netto di liquidazione e diritto di voto) la posizione del titolare di tali strumenti sarà assimilabile a quella del socio¹⁷⁹. Viceversa, qualora i diritti patrimoniali siano assimilabili a quelli di un titolo obbligazionario, la posizione del titolare dello strumento sarà riconducibile a quella del creditore sociale.

La natura multiforme di tali strumenti è stata anche oggetto di una disamina da parte della Commissione Europea che ha avuto modo di esprimersi, proprio con riferimento alla capacità dei titolari di strumenti di incidere sulla volontà sociale, nell'ambito del noto procedimento Sabena-Swissair (Decisione della Commissione del 19 luglio 1995 n. 95/404/CE).

In tale contesto, la Commissione era chiamata a valutare la circostanza che l'acquisto da parte di Swissair di tale tipologia di titoli fosse assimilabile alla

¹⁷⁷ Cfr. CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, cit., p. 227; Demeur, *La part bénéficiaire confère-t-elle qualité d'associé?*, in *Rev. prat. soc.*, 1957, p. 64 e ss.

¹⁷⁸ Ancora CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, cit., p. 227

¹⁷⁹ O di un socio *sui generis*, come notato da CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, cit., p. 227.

detenzione di capitale ai fini della verifica della sussistenza di un controllo di Swissair su Sabena. Nel caso in parola i titoli da emettersi da parte di Sabena nell'ambito dell'operazione erano caratterizzati dal fatto di non far parte del capitale sociale della Sabena, di esser soggetti a registrazione, di non comportare alcun diritto di voto, di conferire ai detentori lo stesso dividendo delle azioni ordinarie, che non poteva tuttavia risultare inferiore al 5% del loro prezzo d'emissione, di conferire al loro detentore, in caso di liquidazione, il diritto a vedersi rimborsare il loro prezzo d'emissione originario in via prioritaria rispetto a qualsiasi altro versamento relativo al capitale sociale, esclusa tuttavia ogni partecipazione ad un eventuale saldo attivo di liquidazione. Alla luce di tali caratteristiche, la Commissione ha avuto modo di affermare che tali certificati speciali di partecipazione costituissero sostanzialmente una forma di capitale di credito, e non, ai fini dell'esame svolto dalla commissione stessa, un capitale proprio, cosicché essi non andavano computati insieme alle azioni della Sabena dotate di diritto di voto all'atto di valutare l'assetto proprietario della società ai fini della verifica della sussistenza del controllo.

In qualche modo simili agli strumenti belgi, sono, nel sistema francese, i c.d. *titres participatifs*, che hanno anch'essi la funzione di raccolta di mezzi propri come forma intermedia tra capitale e debito è assegnata.

Tali strumenti, sono stati introdotti in Francia nel 1983 con l'obiettivo di consentire alle imprese del settore pubblico e alle società cooperative di rafforzare la loro struttura patrimoniale senza modificare la struttura di capitale e, in ultima analisi, la *governance* delle stesse¹⁸⁰ e, a partire dal 2000 la relativa disciplina è stata inglobata nel Codice di Commercio. Essi si caratterizzano, sotto un profilo patrimoniale per il diritto di partecipazione agli utili e il diritto (subordinato) alla quota di liquidazione; in altri termini tali

¹⁸⁰ In relazione a tali titoli si veda BOULOC, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983)*, in *Rev. Soc.* 1983, p. 523

strumenti sono rimborsati in sede di liquidazione subordinatamente agli altri creditori dell'impresa sociale. Sotto un profilo amministrativo essi si caratterizzano per l'attribuzione di diritti (sostanzialmente) di informazione¹⁸¹.

Nell'esperienza anglossassone, la tipologia di titoli considerata tradizionalmente come "di confine" tra capitale di rischio e capitale di credito, ed in genere presentata come primo esempio di titolo ibrido, è rappresentata dalle *preference shares*¹⁸². Si tratta, in principio e su un piano formale, di azioni che si collocano all'estremo confine del capitale, al punto che esse sono accomunate, su un piano lessicale, alle *debentures* nella definizione di *preferred securities*¹⁸³.

Tali strumenti sono in genere caratterizzati, sotto un profilo patrimoniale, da un privilegio che può consistere in un diritto di priorità relativo ai dividendi, alla quota di liquidazione o ad entrambi tali aspetti¹⁸⁴. Anche il diritto di priorità sui dividendi può assumere forme diverse; esso assume, di norma, la forma di dividendo fisso calcolato come percentuale rispetto al valore dell'azione, ma le parti possono convenire il riconoscimento di una componente aggiuntiva di partecipazione agli utili, dando così vita alle *participating preference shares*¹⁸⁵. Il privilegio, infine, può essere *cumulative*

¹⁸¹ BOULOC, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs*, cit., p. 523. Per un'analisi di tali strumenti nella dottrina italiana, si veda BALZARINI P., *Certificati di investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, p. 672.

¹⁸² FERRAN E., *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 1999, p. 53.

¹⁸³ LAMANDINI M., *Struttura finanziarie e governo nelle società di capitali*, cit., p. 37, il quale cita, sul punto, BIRDS J. – BOYLE A.J., *Boyle & Birds' Company Law*, Bristol, 1995, p. 209.

¹⁸⁴ "Preference shares differ from ordinary shares in that they carry the right to a fixed annual dividend and/or to a return of a fixed principal amount". In tal senso FERRAN E., *Company law and corporate finance*, cit., p. 53.

¹⁸⁵ DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London, 1997, p. 314 in cui è esplicitato, con riferimento appunto alle *preference shares* la portata del termine *participating*: "a right to share in the profits of the company". Sul punto, si veda anche BIRDS J. – BOYLE A.J., *Boyle & Birds' Company Law*, Bristol, 1995, p. 212, laddove si afferma che l'elemento caratterizzante di tale tipologia di titoli è il diritto a partecipare ai "surplus profits after their own fixed dividends and a fixed dividend attached to the ordinary shares have been paid".

o *non cumulative*: trattandosi di azioni, il pagamento del dividendo è sempre condizionato all'esistenza di utili distribuibili in capo alla società; di tal che, in assenza di tali utili, la società non corrisponderà il dividendo previsto¹⁸⁶. Qualora il privilegio sia *cumulative*, seppure non corrisposto in un determinato anno a cagione dell'assenza di utili distribuibili, esso potrà essere cumulato con quello dovuto l'anno successivo e corrisposto insieme a questo¹⁸⁷.

Sempre sul piano dei diritti patrimoniali, tali strumenti possono assumere forme ancora più ibride nel caso delle c.d. *redeemable preference shares*. Si tratta di *preference shares* che, oltre a prevedere un *fixed cumulative preferential dividend*, sostanzialmente equivalente ad un tasso di interesse di mercato, prevedono una possibilità di rimborso anticipato rispetto alla scadenza della società¹⁸⁸. Nella prassi, le date di rimborso sono parametrize alla durata media accettabile agli investitori in mutui commerciali.

Per ciò che riguarda i diritti amministrativi, il legislatore inglese non ha collegato all'attribuzione del privilegio patrimoniale alcun obbligo di riduzione dei diritti amministrativi. Di tal che, su un piano normativo e in assenza di specifiche limitazioni legate allo strumento emesso, i titolari di *preference shares* godono di tutti i diritti del socio ordinario¹⁸⁹. La graduazione del potere di voto, così come degli altri diritti amministrativi, è quindi rimessa alla piena autonomia privata, venendo così rifiutata una concezione che qualifica in termini di pubblico interesse la regolazione dei rapporti alla base del contratto sociale¹⁹⁰.

¹⁸⁶ È evidente che, in assenza di utili distribuibili, il pagamento di un importo pari ad una percentuale del valore nominale delle azioni assumerebbe i connotati tipici di un interesse su un prestito.

¹⁸⁷ FERRAN E., *Company law and corporate finance*, cit., p. 53.

¹⁸⁸ DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London, 1997, p. 320.

¹⁸⁹ Come notato da GOULDING S., *Company Law*, London, 1999, p. 215 – ripreso anche da LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 39 – “*in the absence of anything to the contrary, the preference shareholders will enjoy the same right to attend and vote at general meetings as the ordinary shareholders*”.

¹⁹⁰ Così LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 39. Correlativamente, si ammette la possibilità che le azioni ordinarie siano private del diritto di

Vista la rilevanza della prassi nei sistemi anglossassoni, giova tuttavia rilevare che le *preference shares* non hanno usualmente diritto di voto o, meglio, hanno un diritto di voto condizionato all'inadempimento della società; di tal che, fintantoché la società sia adempiente i diritti amministrativi (e, *in primis*, il voto) resteranno sopiti, mentre, in caso di inadempimento dell'emittente, i titolari di *preference shares* acquisteranno pieni poteri¹⁹¹. È prevista inoltre una tutela anticipata, rispetto all'inadempimento della società, per il caso di delibere pregiudizievoli dei diritti di categoria. Con riferimento a queste, il *Companies Act* prevede che non possano adottarsi delibere pregiudizievoli senza il consenso della maggioranza qualificata della categoria.

Nell'esperienza statunitense hanno svolto una funzione simile a quella delle *preference shares* di stampo anglosassone le c.d. *preferred Securities*. Tali strumenti, che hanno assunto nella prassi caratteristiche simili a quelle degli strumenti inglesi, sono, se possibile, ancora meno vincolati nel contenuto¹⁹².

Come noto l'unico vincolo imposto all'autonomia statutaria in sede di determinazione dei diritti dei soci di particolari classi di azioni è che, se l'emissione di ulteriori classi di azioni è ammessa, gli *articles of incorporation* devono prevedere le attribuzioni, i privilegi, le limitazioni e, in generale, i diritti attribuiti a ciascuna classe di azioni¹⁹³. Di tal che, nell'identificazione dei diritti attribuiti allo strumento dagli stessi sottoscritto, i sottoscrittori dovranno avere esclusivo riguardo allo statuto e non potranno

voto nell'assemblea ordinaria, senza la necessità di riconoscere alle stesse alcun privilegio patrimoniale.

¹⁹¹ FERRAN E., *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 1999, p. 323ss.

¹⁹² Cfr. COOK W., *A treatise on the law of the Corporations having a Capital Stock*, New York 1923, p. 884 e ss. dove è contenuta una rassegna giurisprudenziale molto ampia sui fondamenti dell'autonomia statutaria nel sistema statunitense: "*there is no rule of public policy that forbids it, and amounts to a contract of the shareholders as to how they shall divide the profits among themselves*". La rilevanza del passo in questione è stata ripresa in Italia da LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 40.

¹⁹³ Cfr. HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, West Group - Hornbook Series, 1983, p. 403.

fare alcun affidamento sul termine *preferred* come indicativo di un qualche privilegio specifico¹⁹⁴.

È nei fatti che, ove la società sia dotata di solo una categoria di azioni, queste saranno dotate di diritto di voto pieno¹⁹⁵, del diritto alla ricezione del netto di liquidazione e del diritto a ricevere i dividendi della gestione. In tale prospettiva, con il termine *preferred shares* si indicano genericamente quelle classi di azioni dotate di un privilegio nella distribuzione di dividendi, del netto di liquidazione o di entrambi¹⁹⁶. Nella prassi, poi, l'unico tratto caratterizzante delle diverse tipologie di *preferred shares* elaborate è la *promessa* della ricezione di dividendi con una regolarità maggiore di quella delle *common shares*¹⁹⁷ e, in genere, l'attribuzione di un privilegio nella distribuzione del netto di liquidazione.

Anche negli Stati Uniti, il privilegio nella distribuzione del dividendo può essere *cumulative*, *non-cumulative* o *cumulative-to-the-extent-earned* e il titolare del titolo può partecipare o meno alla distribuzione degli utili in eccesso rispetto al dividendo ad esso attribuito. Il privilegio sui dividendi *cumulative* dà diritto al titolare delle *preferred shares* di ricevere anche i dividendi relativi agli esercizi precedenti in priorità rispetto alla distribuzione di dividendi alla altre classi di azioni. Intuitivamente, il privilegio *noncumulative* riconosce al *preferred shareholders* il diritto di ricevere, in priorità rispetto agli altri azionisti, il solo dividendo relativo all'esercizio di

¹⁹⁴ In questo senso LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 43, il quale cita sul punto la giurisprudenza statale dello stato del Delaware. Se questo è vero, come notato da HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, cit., p. 403, tuttavia, le azioni sfornite di un privilegio sugli utili o sull'attivo netto di liquidazione non possono essere denominate *preferred shares*.

¹⁹⁵ N.Y. Bus. Corp. Law, par. 501(a) (Mc Kinney, 1986): “*the certificate of incorporation may deny. Limit or otherwise define the voting rights (...) of shares of any class, but no such denial, limitation or definition shall be effective unless at that time one or more class of shares or bonds are entitled to full voting rights*”.

¹⁹⁶ Tali tipologie di azioni dotate di un privilegio non possono assumere la denominazione di *common shares*. Cfr. sul punto, ancora HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, cit., p. 403.

¹⁹⁷ MC DERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, New York, 1995, p. 283 e ss.

riferimento, mentre il privilegio c.d. *cumulative-to-the-extent-earned* è del tutto simile al privilegio *cumulative* con l'unica differenza che il diritto relativo agli esercizi precedenti è subordinato alla circostanza che, in tali esercizi, ci fossero somme necessarie per effettuare il pagamento di dividendi, ma tale pagamento non fosse stato effettuato sulla base di una scelta discrezionale della società¹⁹⁸.

Sul piano dei diritti amministrativi, le *preferred shares* sono solitamente fornite quantomeno di un diritto di voto c.d. *contingent* o di un diritto di voto sugli interessi di classe (c.d. *class voting*)¹⁹⁹. Il diritto di voto *contingent* assume le fattezze di un voto condizionato al verificarsi di un determinato evento predeterminato. Di prassi, l'evento dedotto come condizione è il mancato pagamento di dividendi e il diritto di voto *contingent*, che diventa attuale in caso di verificarsi dell'evento, torna ad essere quiescente una volta che tale evento è stato rimosso.

L'attribuzione del diritto di voto è prevista da normativa federale²⁰⁰ ed è ora richiesta dai c.d. *listing requirements* di numerosi mercati regolamentati statunitensi²⁰¹, che prevedono, in genere, che tali azioni abbiano il diritto di nominare (almeno) due amministratori quando la società abbia mancato di pagare dividendi per tre semestri consecutivi.

Gli esempi delle esperienze anglossassoni e statunitensi sopra riportate sono essenzialmente riconducibili al mondo degli strumenti finanziari assimilabili alle azioni (*rectius* di derivazione azionari). Infatti, come sopra evidenziato, gli strumenti ibridi sono variazioni dal tipo azionario ordinario effettuato intervenendo (limitando o fornendo privilegi) sui diritti tipici delle azioni (dividendo, riparto di liquidazione).

¹⁹⁸ KANTROWITZ I. & SLUTSKY S., *White on New York Corporations*, 13th ed., 1968, p. 501.

¹⁹⁹ HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, cit., p. 499.

²⁰⁰ Si veda, ad esempio, il Federal Public Utility Holding Company Act of 1935;

²⁰¹ Si vedano, per tutte, le *listing rules* del New York Stock Exchange (*Preferred Stock Offering Listing Process*) pubblicate sul sito www.nyse.com.

A tali strumenti si affiancano gli strumenti ibridi assimilabili a strumenti di debito. Anzi, nella prassi, per ragioni di carattere fiscale o di altra convenienza finanziaria, le *preferred shares* (e le *preference shares*) hanno avuto una diffusione meno accentuata di quella in astratto ipotizzabile²⁰².

Così, anche intervenendo su strumenti tipici di debito (bonds, debentures, notes) si è dato vita a strumenti ibridi aventi caratteristiche tipologiche di *equity* e di *debt*. In particolare, con riferimento agli strumenti ibridi elaborati partendo da strumenti di debito, si è intervenuti sulla durata, sull'obbligo di rimborso, sulla remunerazione e sulla subordinazione dello strumento ad altri strumenti emessi dalla società al fine di assimilare, su un profilo patrimoniale, gli strumenti di debito a strumenti ibridi di quasi-capitale²⁰³. In tale prospettiva assume rilievo che, soprattutto nel sistema statunitense, gli strumenti ibridi di debito così creati possono essere dotati di diritti amministrativi e, in astratto, possono essere dotati di diritto di voto pieno e incondizionato del tutto paragonabile a quello degli azionisti ordinari²⁰⁴.

In conclusione di questa breve disamina, sembra di poter riconoscere che nei sistemi anglosassoni e statunitensi non si pone una disciplina positiva completa delle *hybrid securities*, ma, nell'ambito di determinati paletti fissati dal legislatore (talvolta anche secondario) si demanda all'autonomia privata il potere di modellare gli strumenti ibridi, partendo dalle figure tipiche limitando alcune caratteristiche delle stesse ovvero attribuendo diritti ulteriori propri di altre categorie.

Seppure con notevole differenze, di cui si dirà meglio di seguito, l'autonomia statutaria sembra anche la strada seguita anche dal legislatore della riforma. Esso infatti ha rinunciato a disciplinare in dettaglio, sulla scorta delle esperienze continentali, il contenuto e i limiti degli strumenti finanziari

²⁰² HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, cit., p. 404.

²⁰³ Ibidem, p. 385 e ss.

²⁰⁴ La legislazione dello stato di New York apparentemente consente che “*all voting rights to be conferred on the holders of secured and unsecured bonds, debentures and notes*”; N.Y. Bus. Corp. Law, par. 501(a) (Mc Kinney, 1986).

partecipativi e si è limitato a riconoscere, su un piano generale, la legittimità per la società di creare strumenti ibridi attribuendo agli stessi caratteristiche diritti economici e amministrativi propri ora dello strumento azionario ora dello strumento obbligazionario, seppure nell'ambito di alcuni limiti inderogabili (con particolare riferimento all'attribuzione del diritto di voto).

1.2 Diritti amministrativi e patrimoniali: necessità di compresenza?- La neutralità della causa dello strumento previsto dal codice. La strumentalità dei diritti attribuibili rispetto alla causa sottostante l'apporto.

Passando alla disciplina positiva degli strumenti finanziari, su un piano generale, si ricorda che, stando alla lettera dell'articolo 2346, ultimo comma, agli strumenti finanziari possono essere attribuiti diritti patrimoniali *o anche* diritti amministrativi. Prima della rettifica di cui al D.Lgs. 6/2003, che ha introdotto la congiunzione aggiuntiva *anche*, si era discusso, in dottrina, se l'utilizzo della disgiuntiva "o" andasse inteso come impossibilità di compresenza tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali o meno; a seguito dell'intervento normativo, è stato ritenuto superato il tema della possibilità di ammettere strumenti che presentino entrambi i diritti, ma, allo stesso tempo, si è posta l'ulteriore questione sull'ammissibilità di strumenti finanziari dotati di soli diritti amministrativi²⁰⁵. La questione non è del tutto priva di rilevanza pratica dal momento che l'attribuzione di soli diritti amministrativi, per quanto insolita, potrebbe comunque costituire una utilità specifica per uno specifico possessore di strumenti finanziari²⁰⁶ o potrebbe comunque trovare una giustificazione in un'ottica di collegamento negoziale²⁰⁷.

Mi pare potersi sostenere che il legislatore, tramite l'inserimento

²⁰⁵ MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 249.

²⁰⁶ MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 50.

²⁰⁷ MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 249.

dell'espressione "o anche" in luogo di "o" abbia inteso sottolineare l'indipendenza delle due attribuzioni, per cui seppure appare chiaro che – di norma – il diritto amministrativo attribuito al soggetto apportante si accompagna ed è, per certi versi, strumentale, al diritto patrimoniale attribuito, non mi pare si possa escludere che possa essere riconosciuto al portatore di uno strumento finanziario esclusivamente un diritto amministrativo scollegato da qualsiasi diritto patrimoniale incorporato nello stesso strumento, che trovi la sua funzione in un interesse specifico del portatore o, più, probabilmente in un'ottica di collegamento negoziale con operazioni economiche avulse dallo strumento²⁰⁸.

Considerato, tuttavia, che il *caso base* è rappresentato da diritti amministrativi collegati ai (e, spesso, funzione dei) diritti patrimoniali attribuiti al portatore degli strumenti, un'analisi volta all'individuazione dei limiti attribuibili ai primi passa necessariamente per una individuazione dei secondi e per una indagine delle combinazioni e delle relazioni tra tali tipologie di diritti dettate, in buona sostanza, dal perseguimento della funzione economica (e della causa giuridica) sottostante l'emissione dello strumento.

Seguendo questa linea di ragionamento, prima di procedere all'analisi della disciplina positiva al fine di trarre da essa i limiti all'attribuzione di diritti economici e amministrativi, mi pare che rivesta un carattere preliminare soffermarsi brevemente sul tema della tipologia dell'apporto del sottoscrittore dello strumento finanziario, che, come felicemente notato, è da considerarsi

²⁰⁸ In questo senso, BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, cit., p. 223; MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. Soc.*, I, 206, p. 1038. Diversamente, nel senso che gli strumenti finanziari possono prevedere l'assegnazione ai loro titolari esclusivamente di diritti patrimoniali o, in alternativa, di diritti patrimoniali accompagnati da diritti amministrativi, GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (...)*, cit. 2003, p. 248; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 811. *Contra*, nel senso che i diritti patrimoniali devono sempre sussistere, si veda TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 149; NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, cit., p. 66.

“*immancabile e perciò condizionante la «fattispecie»*” degli strumenti finanziari in questione²⁰⁹.

Si premette che, nell’ambito della norma, al termine apporto sembra doversi attribuire un’accezione generica e atecnica da identificarsi con *«la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell’emissione dello strumento finanziario»*²¹⁰.

Sulla base del dato letterale della norma che parla di apporto *anche* di opere e o servizi, appare pacificamente sostenibile che oggetto dell’apporto potranno essere tanto i beni conferibili ai sensi dell’articolo 2342 cod. civ. che altri diritti, beni o prestazioni non conferibili, quali le stesse opere e servizi, obblighi contrattuali, il *know how* o altre entità utili all’esercizio di impresa²¹¹. Resta inteso che, anche qualora oggetto dell’apporto siano beni astrattamente conferibili ai sensi dell’articolo 2342 cod. civ. l’apporto non sarà imputato a capitale e, di conseguenza, non sarà necessaria alcuna perizia in relazione ai

²⁰⁹ MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 247.

²¹⁰ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546.

²¹¹ BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, cit., p. 221; STAGNO D’ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 263; GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia (...)*, cit. 2003, p. 248; GROSSO P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, n. 10, 2003; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546; PACIELLO A., *La struttura finanziaria delle società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2002; SIGNORELLI, F., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, GIUFFRÈ, 2006, p. 83; TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., 2006, p. 148. La ratio pare, appunto, essere quella di permettere alla s.p.a. di acquisire ogni utilità possibile (passibile o meno di valutazione economica) senza entrare in conflitto con i vincoli comunitari. Appare emblematico in tal senso un passo della Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in cui si sottolinea come nell’elaborazione del testo si sia cercato un “*punto di equilibrio tra il divieto imposto dall’ordinamento comunitario e l’esigenza di consentire pure l’acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo; senza però pervenire alla soluzione, che in altri ordinamenti è stata fonte di insuperabili difficoltà applicative e sistematiche, di ammettere le emissioni di «azioni di industria», corrispondenti ad apporti non imputabili a capitale*”.

beni apportati²¹².

In dottrina, come sopra accennato, l'utilizzo del termine ha fatto tornare alla mente la fattispecie dei titoli rappresentativi di un diritto di associazione in partecipazione²¹³; in particolare, come rilevato, si è sostenuto che l'apporto potrebbe coincidere con quello disciplinato dell'associazione in partecipazione e che gli strumenti emessi a fronte dell'apporto sarebbero rappresentativi di un rapporto giuridico di associato in partecipazione della società e sarebbero l'estrinsecazione documentale di una operazione economica di associazione in partecipazione²¹⁴.

Seppure appare plausibile che tale causa giuridica e operazione economica sottostante l'emissione di strumenti finanziari potrà, in un'ottica di applicazione concreta, essere la più diffusa, pare di poter affermare che tale operazione economica non esaurisca il novero degli strumenti emettibili e pertanto potrà, al più, essere in rapporto di specie a genere con la panoplia di strumenti finanziari emettibili ai sensi dell'articolo 2346, ultimo comma²¹⁵.

In tale ottica pare di poter aderire all'impostazione che riconosce la possibilità

²¹² MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 39; BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, cit., p. 230. In senso diverso, limitatamente agli apporti contabilizzati come voci di patrimonio netto, LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 534, il quale sottolinea come, trattandosi di proteggere il valore del netto è comunque necessario accompagnare l'apporto con una relazione giurata.

²¹³ Cfr., *ex multis*, MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, cit.; LA VILLA G., *Titoli rappresentativi di associazione in partecipazione*, in *Banche e Banchieri*, 1979; LIBONATI, *titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *cit.*, p. 473ss.; AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980; PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, cit.; e specificamente sull'associazione in partecipazione si veda, senza pretesa di completezza, BONDAVALLI D., *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1995; DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999;

²¹⁴ GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (...)*, cit. 2003, p. 234; sul tema si veda, diffusamente, MIGNONE G. *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, cit., p. 1033ss.

²¹⁵ LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 90ss.; MIGNONE G. *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, cit., p. 1042; SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 37.

che l'apporto trovi, di volta in volta, una diversa causa giustificatrice che potrà essere di finanziamento (atipico), di associazione in partecipazione o di attribuzione di capitale di rischio²¹⁶ tale per cui, in ultima analisi, gli strumenti finanziari si caratterizzano per la loro neutralità causale²¹⁷; la causa giuridica e la funzione economica di ciascun apporto sono quindi rimessi all'autonomia statutaria e andranno ricercati, di volta in volta, sulla base delle specificità di ciascun apporto e di ciascuno strumento.

Naturalmente tale impostazione porta con sé immancabili conseguenze in materia di contabilizzazione dell'apporto, tema anch'esso collegato con gli aspetti relativi alla causa giuridica e alla funzione economica²¹⁸. Infatti, se gli strumenti finanziari si caratterizzano per la neutralità della causa, la soluzione del problema dell'appostamento in bilancio sarà collegata e dipendente dalla corretta individuazione della causa, della tipologia e dei caratteri dell'apporto²¹⁹.

²¹⁶ In questo senso, tra gli altri, NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546; STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 263; Si veda inoltre GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (...)*, cit. 2003, p. 239 che identifica come possibili cause anche la donazione modale (nel caso delle S.p.a. familiari), la permuta, la vendita con dilazione del prezzo e rileva, infine, come nulla vieta in astratto che nello strumento finanziario sia incorporato un credito derivante da promessa unilaterale o da fatto illecito. Diversamente MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 28, per il quale l'unica causa possibile è quella dell'attribuzione di capitale di rischio.

²¹⁷ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 546.

²¹⁸ *Id*, *Ibidem*, p. 547.

²¹⁹ STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 264. Per MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 42, secondo cui la causa dell'apporto è sempre da individuarsi in un'attribuzione di capitale di rischio, qualora l'apporto abbia ad oggetto denaro o beni in natura, il corrispondente valore andrà iscritto in una posta di passivo *sui generis*, assimilabile (anche se non integralmente) alle poste di patrimonio netto. L'A. rileva come la posta in questione condivide con le poste di netto l'attitudine ad essere intaccata dalle perdite, ma si differenzia dalle stesse per le modalità con cui tale attitudine si manifesta. Sul tema della contabilizzazione dell'apporto e dell'emissione degli strumenti finanziari si veda, per tutti, BUSSOLETTI M., *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. Dir. Comm.*, n. 1-2-3, 2007. p. 29 e ss.; e, con specifico riferimento ai principi contabili internazionali, TARABUSI M., *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di*

Di tal che, ove sia previsto un obbligo di rimborso a certa data (sia pure subordinatamente alla soddisfazione di altri creditori o all'andamento economico della società²²⁰) l'apporto darà luogo ad una voce di debito²²¹.

Qualora, viceversa non sia previsto alcun obbligo di restituzione e l'apporto sia quindi irredimibile o non sia restituibile neppure in sede di liquidazione, lo stesso darà luogo ad una pretesa *quasi-equity* e, verosimilmente, potrà essere imputato ad una voce di patrimonio netto (naturalmente diversa dal capitale) avente, ad esempio, natura di riserva indisponibile²²². L'apporto dovrebbe essere accompagnato, in questo caso, con una relazione giurata redatta dall'esperto nominato dal tribunale²²³.

Tralasciando le ipotesi intermedie rispetto a quelle qui descritte che potranno dare adito a problemi di contabilizzazione, rimane, in astratto, un'ultima ipotesi in cui, a cagione della causa dell'apporto o dell'oggetto dello stesso,

recesso e principi contabili internazionali. Esiste ancora il sistema del netto, in *Giur. Comm.*, 4, 2007, p. 456 e ss.

²²⁰ Questo, sempre che, l'andamento economico negativo della società possa comportare, non solo un differimento dell'obbligo di rimborso, ma anche una definitiva cancellazione dello stesso. In tal caso, sembrerebbe doversi ritenere che lo strumento finanziario così strutturato non possa essere assimilato ad uno strumento di debito.

²²¹ E specificamente andrà appostato, come notato da LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 534, alla voce D del passivo, al numero 7 (debiti rappresentati da titoli di credito) e la differenziazione rispetto alle obbligazioni sarà principalmente affidata alla presenza di diritti amministrativi (che non sono attribuibili alle obbligazioni). Nel senso che, in presenza di rimborso si debba iscrivere una voce di debito, si veda anche NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 547, GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* (...), cit. 2003, p. 252; STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 263; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 42

²²² NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 547. Nello stesso senso anche LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 534 il quale tuttavia specifica come l'appostazione a patrimonio dovrebbe avvenire nel contesto di una riserva, statutaria o appositamente costituita, di cui sia regolato il regime di indisponibilità e l'apporto dovrebbe essere accompagnato con una relazione giurata redatta dall'esperto nominato dal tribunale; GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* (...), cit. 2003, p. 252, il quale, ancora con riferimento all'impatto sul conto economico rileva come l'appostazione della remunerazione in conto economico dipenderà, in ultima analisi, dalla corretta individuazione della causa dell'apporto.

²²³ Così LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 534.

non si dovrebbe dare luogo ad alcuna contabilizzazione né tra i debiti né nel patrimonio netto. È il caso degli strumenti emessi a fronte dell'apporto di opere e servizi, in relazione ai quali è espressamente esclusa l'imputazione a capitale e, d'altro canto, non sussiste un obbligo restitutorio che impatti sui debiti della società²²⁴.

1.3 Limiti di carattere generale alla dotazione di diritti amministrativi. Limiti espressi e limiti impliciti dettati dalla funzione.

Tornando al tema dell'individuazione dei diritti amministrativi attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari, l'attenzione è da riportarsi sulle scarse disposizioni con cui il legislatore ha disciplinato la fattispecie. Vengono in rilievo, in particolare, l'articolo 2346, ultimo comma, nella parte in cui specifica che gli strumenti finanziari possono essere forniti di diritti amministrativi *“escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”* e il quinto comma dell'articolo 2351 che dispone, con riferimento anche agli strumenti di cui all'articolo 2346, ultimo comma, che gli stessi *“possono essere dotati di diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare, può essere loro riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”*.

Sulla base di tali scarse disposizioni tocca all'interprete chiarire i dubbi

²²⁴ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 547. si veda anche GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (...)*, cit. 2003, p. 252, per il quale, in termini di conto economico, la remunerazione avrà un impatto in termini di *costo della produzione*. In senso diverso MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 43, per il quale tale apporto non troverà riscontro nel passivo del bilancio solo allorquando non sia stata statutariamente prevista la patrimonializzazione dell'apporto; ciò in quanto il divieto di imputazione inerirebbe all'imputazione a capitale e non all'imputazione di altre poste di netto. In tal caso, secondo il medesimo A., la società sarebbe tenuta ad iscrivere all'attivo di bilancio il valore della prestazione delle opere o di servizi promesse dal sottoscrittore a fronte dell'emissione di strumenti finanziari. Nello senso, con riferimento alla contabilizzazione anche degli apporti di opere e servizi, mi pare, SPOLIDORO M.S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 33.

relativi (a) all'individuazione di limiti impliciti (aggiuntivi rispetto all'unico limite espresso dall'articolo 2346 stesso) (b) alla tipologia ed alla portata dei diritti attribuibili a tali strumenti in aggiunta a quelli espressamente indicati nell'articolo 2351, (c) alle modalità con cui si può estrinsecare il diritto di voto menzionato nell'articolo 2351 così come (d) la rilevanza, in termini, gestori della nomina di un consigliere di amministrazione (di sorveglianza o di un sindaco).

Su un piano generale, occorre premettere che, da un punto di vista del diritto positivo, sembra consentita una graduazione dei diritti corporativi attribuibili ai portatori degli strumenti indipendentemente dalla correlativa graduazione dei diritti patrimoniali attribuiti agli stessi²²⁵, di tal che, seppure nella prassi il crescere dei diritti amministrativi tenderà ragionevolmente a compensare la maggiore rischiosità dell'investimento, da un punto di vista teorico sarà possibile avere strumenti finanziari *quasi-equity* sforniti di diritti amministrativi e strumenti finanziari *quasi-debt* forniti di penetranti poteri corporativi. Nessun limite implicito, dunque, potrà essere desunto dalla tipologia di diritti patrimoniali attribuiti ai portatori dello strumento.

In assenza di diverse indicazioni sul piano del diritto positivo, l'unico limite espresso consistente nel divieto di conferimento del voto nell'assemblea generale degli azionisti sembra essere dunque il principale elemento da cui partire per l'enucleazione dei limiti impliciti di carattere generale all'attribuzione di diritti amministrativi²²⁶. Al divieto in questione potrebbe attribuirsi portata generale essendo volto a perseguire l'esigenza di carattere

²²⁵ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; nonché, con riferimento, in generale al diritto di voto, NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 550 il quale ritiene (citando BIONE) superato con la riforma la necessità di bilanciamento tra la componente amministrativa e quella patrimoniale. In senso diverso si veda MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 289, secondo il quale i diritti amministrativi e i diritti patrimoniali devono essere in qualche modo proporzionati alla rischiosità e alla durata dell'investimento.

²²⁶ Cfr. CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, p. 742.

generale che il governo della società non sia, in alcun caso, attribuito a investitori diversi dai soci²²⁷. In tale prospettiva ai portatori degli strumenti finanziari potrà essere attribuito il potere di veto su particolari materie, ma agli stessi non potrà essere attribuito un ruolo attivo di governo²²⁸.

È stato autorevolmente notato che, sulla base di questa chiave di lettura, la compartecipazione dei possessori degli strumenti finanziari non sarebbe mai finalizzabile ad una reale co-gestione dell'impresa societaria in quanto la mera influenza su singole specifiche tematiche sarebbe riconducibile, sul piano della funzionalità del potere, al controllo dell'investimento effettuato piuttosto che alla concorrenza nella determinazione della volontà sociale²²⁹. Tuttavia, tale limitazione *ex ante* non troverebbe giustificazione alcuna nel dettato normativo e dovrebbe più correttamente ritenersi che sia rimessa sempre alla libertà negoziale la destinazione dei poteri attribuibili agli strumenti finanziari alla mera difesa dell'investimento oppure al co-governo dell'impresa sociale²³⁰. È inoltre da notare che, fermi i limiti di carattere generale e di tutela di sistema, la protezione degli azionisti dalla traslazione del potere di incidere sulle scelte sociali dagli azionisti a soggetti terzi passa comunque per una espressione di volontà degli azionisti stessi che, in sede di costituzione della

²²⁷ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 40, il quale nota che a tale norma fa da contraltare la previsione di cui all'articolo 2351, ultimo comma, di tal che la calibratura del potere di ingerenza di terzi rispetto agli azionisti avverrebbe, in ultima istanza, attraverso la circoscrizione del novero delle materie su cui i portatori degli strumenti finanziari possono essere chiamati (dagli azionisti) ad esprimersi.

²²⁸ In tal senso, ancora LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536, il quale peraltro sottolinea la ulteriore conseguenza che non dovrebbe essere consentito, né allo statuto né all'autonomia negoziale, di articolare l'emissione di strumenti finanziari in modo che la somma degli amministratori indipendenti nominati da ciascuna categoria costituiscano la maggioranza del consiglio. Sul tema si veda anche CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 56, il quale ravvisa un ulteriore limite implicito (che si affianca alla necessità di mantenere in capo agli azionisti la sovranità sull'ente societario) nella necessità di raccordare i diritti amministrativi con il quadro organizzativo di *governance* dell'ente società complessivamente delineato dalla riforma.

²²⁹ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 42 e p. 47 in merito all'impossibilità di individuare vincoli all'autonomia statutaria nella creazione di diritti amministrativi in favore dei portatori di strumenti finanziari derivabili da elementi strutturali del rapporto di finanziamento partecipativo.

²³⁰ Cfr. ancora CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 58.

società (o in sede successiva con una modifica statutaria), dovrebbero prevedere la possibilità di emettere gli strumenti finanziari nonché la tipologia e la portata dei diritti agli stessi attribuibili.

Un ulteriore limite di carattere generale, in ossequio al principio di riconoscibilità dei tipi individuati dall'ordinamento, potrebbe essere poi individuato nell'impossibilità di dotare lo strumento finanziario di tutti i diritti posseduti da un azionista di risparmio²³¹ al fine di evitare una completa parificazione degli strumenti partecipativi alla partecipazione sociale.

Salvi i limiti sopra indicati, sempre su un piano generale, il novero dei diritti amministrativi (generalmente conosciuti in ambito societario) a disposizione dell'autonomia statutaria nella creazione di strumenti finanziari non appare avere ulteriori limitazioni²³². Di tal che ai possessori degli strumenti finanziari potranno essere attribuiti tutti i diritti propri dell'azionista con la sola esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti²³³.

Come efficacemente notato²³⁴, il riferimento ai diritti propri dell'azionista è da intendersi solo come parametro per l'individuazione dei diritti astrattamente attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari, ma l'insieme di tali diritti propri dell'azionista non sembra costituire in alcun modo un limite all'autonomia statutaria nella creazione di diritti amministrativi²³⁵. In tale

²³¹ MIGNONE G., *Commento sesto comma* [articolo 2346], cit., p. 249; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in Colombo – Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, p. 284.

²³² MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 284; CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, cit., p. 49, TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 152.

²³³ Per tutti, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 284.

²³⁴ TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 152-153, il quale trova ulteriore supporto all'affermazione sopra riportata nell'articolo 2351, ultimo comma, che attribuisce ai titolari di strumenti finanziari diritti che all'azionista ordinario non spettano, quali il potere di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, di sorveglianza o di un sindaco, così "rompendo" il parallelismo con la figura dell'azionista ordinario.

²³⁵ Si veda, oltre al già citato, TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 153, anche OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in

prospettiva gli strumenti finanziari potranno essere dotati anche di diritti amministrativi diversi da quelli propri dell'azionista e finanche con diritti di carattere non patrimoniale non conosciuti alla prassi societaria²³⁶. Tale impostazione pare confermata anche dal testo della Relazione ove si afferma che “*gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti*”²³⁷, laddove *partecipativi* è utilizzato come sinonimo di amministrativi o corporativi.

Naturalmente, nella creazione degli strumenti, permane un generale limite di meritevolezza degli interessi tutelati e di congruenza con il sistema vigente²³⁸.

2. I diritti amministrativi attribuibili

2.1 Il diritto di voto. L'esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti e la limitazione del voto agli argomenti specificamente indicati.

Tra i diritti amministrativi attribuibili ai portatori di strumenti finanziari, merita un trattamento a sé la disciplina del diritto di voto. All'attenzione

Riv. Dir. Civ., 2004, I. *Contra*, nel senso che i diritti amministrativi cui fa riferimento l'articolo 2346, ultimo comma, siano solo quelli che competono ai soci “*individualmente, per partecipazioni di misura predeterminata o in assemblea*” STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265, che esprime inoltre perplessità in merito alla possibilità di dotare tali strumenti con diritti tipicamente gestori. In senso radicalmente opposto, si veda GALGANO in GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, p. 259, il quale ritiene che una eccessiva estensione dei diritti amministrativi attribuiti ai titolari di strumenti finanziari (al di là dei diritti propri dei soci) si porrebbe in contrasto con l'art. 7 della seconda direttiva in materia di diritto societario.

²³⁶ In tal senso, mi pare, anche CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 60.

²³⁷ Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366

²³⁸ MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, cit., p. 244. Come notato da CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 60-61, tale limite è poi lo stesso con cui devono confrontarsi le previsioni contrattuali che impongono doveri di conformazione a direttive altrui che non incontrano, invece preclusioni di principio derivanti da vincoli di carattere societario.

dell'interprete si pongono due distinti temi relativi all'individuazione, da una parte, dell'ambito entro cui l'autonomia statutaria può attribuire il diritto di voto e, dall'altra, delle modalità con cui il diritto di voto potrà essere esercitato dai portatori degli strumenti in parola²³⁹.

Nell'affrontare le due tematiche sopra indicate occorre partire dall'antinomia apparente tra le disposizioni relative a tale argomento contenute nell'articolo 2346 e quelle contenute nell'articolo 2351 cod. civ.²⁴⁰ L'antinomia apparente insiste, in particolare, tra la disposizione (contenuta nell'articolo 2346) che esclude la possibilità di attribuire il *“diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti”* e la disposizione che prevede che i medesimi strumenti possano essere *“dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare, può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco”*.

Come efficacemente notato, l'apparente contraddizione potrebbe essere agevolmente superata dando una portata restrittiva al divieto di cui all'articolo 2346 c.c. tale per cui l'oggetto del divieto sarebbe l'impedimento della partecipazione fisica dei portatori di strumenti finanziari all'assemblea generale al fine di consentire l'esercizio del diritto di voto in una organizzazione di categoria o comunque in luogo diverso dall'assemblea²⁴¹.

L'interpretazione restrittiva sopra indicata, seppure lascia aperti una pluralità di temi di cui si dirà in appresso, sembra fornire una chiave di lettura circa un problema profondamente dibattuto in dottrina: la sede di esercizio del diritto di

²³⁹ STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 310.

²⁴⁰ Parla di *apparente dissidio* TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi”* (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e *diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 155.

²⁴¹ Così Cfr. CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 743, il quale tuttavia sottolinea come una interpretazione minimizzante del divieto non è comunque utile nella soluzione degli altri problemi interpretativi relativi all'individuazione dei limiti posti all'autonomia statutaria nell'attribuzione a tali strumenti del diritto di voto.

voto. In principio, *l'esercizio* del diritto di voto da parte dei portatori degli strumenti finanziari potrebbe avvenire tanto nell'assemblea generale che esternamente ad essa (nell'ambito di un'assemblea speciale o secondo modalità diverse)²⁴².

In linea con l'interpretazione restrittiva sopra formulata sembrerebbe doversi dare, quantomeno *prima facie*, per scontato che il diritto di voto non possa essere esercitato *in concorso* con gli azionisti²⁴³, ma debba essere esercitato nel contesto di un'assemblea separata dei portatori degli strumenti finanziari o in altro modo²⁴⁴. L'assemblea generale sarebbe quindi statutariamente tenuta ad uniformarsi alle indicazioni dell'assemblea separata²⁴⁵.

Tale impostazione potrebbe ritenersi avallata anche dalla formulazione della Relazione, ove, a giudizio di alcuni commentatori²⁴⁶, con riferimento all'articolo 2351, si motiverebbe la scelta di individuare nell'assemblea separata il luogo di esercizio del diritto di voto in ragione della particolarità degli strumenti finanziari da cui “*potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea*”²⁴⁷; per

²⁴² CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 82.

²⁴³ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 551.

²⁴⁴ TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 155, il quale rileva, correttamente, che il luogo di esercizio del diritto di voto potrà anche non rappresentare un'assemblea in senso tecnico come, per esempio, nel caso in cui sia emesso un unico strumento finanziario sottoscritto da un unico sottoscrittore; nello stesso senso BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, cit., p. 298; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 825; GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia (...)*, cit. 2003, p. 250; GROSSO P., *Le Categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in Ambrosiani S. (a cura di) *La riforma delle società*, Torino, 2003; PESCATORE, *L'impresa societaria a base capitalistica*, in BUONOCORE (a cura di) *Manuale di diritto commerciale*, V. ed., 2004; SANTORO, sub 2346, in SANDULLI – SANTORO (a cura di) *La riforma delle società*, 2003; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, cit., p. 310;

²⁴⁵ TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 155.

²⁴⁶ *IBIDEM*, p. 155.

²⁴⁷ Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366. Rileva inoltre GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di*

questo motivo, si opterebbe per la concessione del diritto, ad esempio, di nominare un componente del consiglio di amministrazione nell'apposita “assemblea separata”²⁴⁸.

Tale lettura sarebbe confermata, sul piano del diritto positivo, anche dalla circostanza che l'articolo 2376 prevede la sottoposizione all'assemblea speciale dei portatori degli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi delle deliberazioni dell'assemblea generale che interessano i diritti dei portatori stessi²⁴⁹.

Ulteriori conferme si deriverebbero dalla circostanza che alcune disposizioni codicistiche prevedono espressamente una organizzazione di categoria: l'articolo 2411 rende applicabili ad alcuni strumenti finanziari (che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società) la disciplina della Sezione VII del Capo V in tema di obbligazioni e, quindi, anche la disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti di cui all'articolo 2415 cod. civ.; l'articolo 2541 disciplina l'assemblea speciale di categoria relativamente agli strumenti finanziari emessi dalle società cooperative; l'articolo 2447-*octies* disciplina le assemblee speciali dei portatori degli strumenti finanziari emessi nell'ambito della costituzione di

diritto pubblico dell'economia (...), cit. 2003, p. 250, che una diversa impostazione potrebbe essere considerata in contrasto con i dettami della seconda direttiva in materia societaria che richiede che la partecipazione sociale sia soggetta a determinate garanzie formali e sostanziali; di tal che, al fine di assicurare il rispetto sostanziale di tali disposizioni, gli strumenti finanziari non potrebbero in alcun modo risolversi in un surrogato delle azioni, cosa che, evidentemente, a giudizio dell'A. avverrebbe qualora si optasse per il consentire l'esercizio del diritto di voto in seno all'assemblea degli azionisti (seppure limitatamente a materie specificamente indicate). Si veda anche LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 210, il quale rileva come l'attribuzione del diritto di voto debba comunque conciliarsi con l'esigenza di garantire la possibilità di funzionamento dell'organo assembleare in seconda convocazione.

²⁴⁸ Ancora la Relazione.

²⁴⁹ MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, in *Il nuovo diritto societario*, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), Commentario diretto da GASTONE COTTINO E GUIDO BONFANTE, ORESTE CAGNASSO, PAOLO MONTALENTI, 2004, p. 336.

patrimoni dedicati²⁵⁰.

Tuttavia, per stessa ammissione di alcuni fautori della necessità di un'assemblea separata per l'esercizio del diritto di voto, tale impostazione, in ragione di alcune previsioni codicistiche contenenti indizi opposti a quelli sopra enunciati, non può essere considerata scontata²⁵¹.

Ci si riferisce in particolare alle disposizioni contenute nell'articolo 2506-ter cod. civ., che dispone che con il consenso unanime dei soci *“e dei possessori di altri strumenti finanziari che hanno diritto di voto nelle società partecipanti alla scissione”* l'organo amministrativo può essere esonerato dalla redazione dei documenti previsti nell'articolo medesimo; di grande rilievo (in tale contesto) sarebbe poi la previsione in tema di società cooperative di cui all'articolo 2526, secondo comma, cod. civ., il quale dispone che *“ai possessori di strumenti finanziari non può, in ogni caso essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale”*²⁵².

In questa prospettiva, il voto potrebbe essere esercitato nell'ambito dell'assemblea generale degli azionisti cui i portatori degli strumenti finanziari sarebbero ammessi a partecipare limitatamente agli argomenti indicati nello statuto²⁵³.

²⁵⁰ Vedi, per tutti, SANTORO, *Commento sub art. 2346*, cit., p. 152.

²⁵¹ In tal senso NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 552.

²⁵² DESANA, *Le azioni ed il diritto di voto*, in AMBROSINI S. (a cura di), *La riforma delle società*, 2003, p. 124; Enriques, *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 180; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 58; MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit. 336; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 551.

²⁵³ In tal senso, mi pare, CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 82ss.; DESANA, *Le azioni ed il diritto di voto*, in AMBROSINI S. (a cura di), *La riforma delle società*, 2003, p. 124; ENRIQUES L., *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 180; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 58; MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit. 336; OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, cit., p. 62-63. Nello stesso

A tale ricostruzione non osterebbe la previsione di cui all'articolo 2376 cod. civ. dal momento che tale disposizione, pur contemplando l'esistenza di una assemblea di categoria, non attribuirebbe a tale assemblea alcuna competenza deliberativa in merito agli argomenti indicati nello statuto, ma un mero potere di difesa in merito alle deliberazioni dell'assemblea ordinaria (aventi ad oggetto qualunque argomento) potenzialmente pregiudizievoli dei diritti di categoria²⁵⁴.

Tale ultima tesi sarebbe poi avallata da ragioni di efficienza procedimentale²⁵⁵, che sarebbero contraddette dalla scelta di destinare l'esercizio del voto da parte dei portatori degli strumenti finanziari in seno ad una assemblea speciale²⁵⁶. Infatti, qualora si accedesse all'interpretazione che vuole come necessario l'esercizio del diritto di voto nell'ambito dell'assemblea speciale, il funzionamento del processo decisionale ne risulterebbe appesantito, dal momento che l'assemblea generale dovrebbe (ogni qual volta ne ricorrano le circostanze) adottare la sua deliberazione salvo poi attendere l'esito della decisione di quella speciale²⁵⁷, che ne condizionerebbe l'efficacia. E tale problema risulterebbe ancora più evidente laddove sussistessero diverse categorie di strumenti finanziari aventi poteri decisionali con riferimento ai medesimi argomenti; nel qual caso occorrerebbe anche stabilire criteri di

senso, seppure in modo dubitativo, si veda anche BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, cit., p. 235.

²⁵⁴ In tal senso, MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 58, il quale ricorda come per molti commentatori negare l'esercitabilità del voto attribuito ai portatori degli strumenti finanziari in seno all'assemblea generale equivale ad estendere l'operatività dell'articolo 2376 cod. civ. ad una pluralità indeterminata di deliberazioni che non necessariamente pregiudicano i diritti di categoria. *Contra*, nel senso che i diritti di voto sono da esercitarsi in assemblea separata, ma che questa non necessariamente coincide con quella di cui all'art. 2376. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, cit., p. 313.

²⁵⁵ È da notare che ragioni di efficienza e speditezza sono state addotte anche a sostegno dell'opposta tesi, secondo la quale sarebbe precluso, ai portatori degli strumenti finanziari, il diritto di partecipare ed esprimere il loro voto nell'assemblea generale. Tuttavia, come efficacemente notato (cfr. CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 751) tale efficienza e speditezza dei lavori potrebbe essere comunque assicurata tramite la regolamentazione dei lavori e il contingentamento dei tempi di dibattito.

²⁵⁶ MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit. 336.

²⁵⁷ Si veda, sul punto, MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit., 336.

prevalenza tra le decisioni prese dalle diverse assemblee.

In linea con lo spirito di intensificazione dell'autonomia privata del legislatore della riforma²⁵⁸, è stato infine autorevolmente sostenuto²⁵⁹ che sia da demandarsi all'autonomia statutaria la definizione delle modalità di partecipazione dei terzi alla funzione assembleare²⁶⁰ e, in ultima analisi, la determinazione del luogo in cui esercitare il diritto di voto che potrà essere sia l'assemblea generale degli azionisti (limitatamente all'esercizio del voto nelle materie indicate nello statuto) che l'assemblea speciale, ferma restando la possibilità di raccogliere i consensi dei portatori degli strumenti in modo diverso²⁶¹.

Seppure si ritiene di poter aderire, in principio, a questa ultima impostazione, resta aperto il tema di quale sia la disciplina di *default* allorquando lo statuto, pur prevedendo la possibilità di emettere strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, ometta di indicare le modalità di esercizio di tali diritti. In tale ultimo caso, si ritiene di potere ammettere che i portatori degli strumenti finanziari siano chiamati a partecipare ai lavori dell'assemblea generale limitatamente agli argomenti indicati (tassativamente, ai sensi dell'articolo 2351) in statuto²⁶².

²⁵⁸ In questo senso, con riferimento specifico alla tematica in commento, CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 83.

²⁵⁹ LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, in Maffei Alberti A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, 2005, p. 207; SARALE, *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, intervento alla giornata di studi *Riforma del diritto societario: riflessi sulle società partecipate da enti pubblici*, Torino, 20-21 ottobre 2003, reperibile sul sito www.finpiemonte.it. GALGANO F., *In nuovo diritto societario*, in GALGANO (a cura di) *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, 2004, p.135; vedi però GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, 2003, cit., p. 251 ove si legge, in maniera piuttosto netta, che “*sembra più corretto (e semplice nella prassi) ritenere che gli strumenti finanziari deliberino sulle materie loro riservate nella loro assemblea speciale*”

²⁶⁰ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 83.

²⁶¹ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 83; MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit. 336.

²⁶² CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 86; LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, 2005, p. 207; MIGNONE G., *Commento ultimo comma articolo 2351*, cit. 336; DE ACUTIS M., *Il*

Sul distinto tema relativo all'individuazione dell'ambito entro cui l'autonomia statutaria può agire nell'attribuzione del diritto di voto, la ricerca dei limiti si orienta verso due direttrici: i limiti contenutistici o qualitativi relativi alla tipologia delle competenze riservabili ai portatori degli strumenti finanziari e i limiti quantitativi volti a delimitare il peso degli strumenti finanziari rispetto al diritto di voto spettante agli azionisti.

Sul versante dei limiti qualitativi o contenutistici, un primo limite operante nell'attribuzione del diritto di voto ai portatori degli strumenti finanziari sembra essere, in linea con quanto accade per le azioni, il limite dell'esclusiva competenza dei poteri gestori in capo all'organo amministrativo²⁶³. In tale prospettiva non appaiono attribuibili poteri di designazione del *management* della società²⁶⁴ o altri poteri di ingerenza forte che andrebbero a collidere con il principio dell'esclusiva attribuzione dei poteri gestori all'organo amministrativo²⁶⁵.

Il vincolo derivante dalla necessità di non intervenire con la gestione sociale

finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi", cit., p. 264. La partecipazione all'assemblea generale sembra inoltre ammessa da OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, cit., p. 63; LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in CIAN G. (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, 2004; p. 252ss.; ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 179; CAVALLO BORGIA R., *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato diretto da Galgano, Torino, 2002, p. 30.

²⁶³ Su tale principio, si veda diffusamente ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975; CALANDRA-BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 119; BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985; GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, Tomo 2, 1999, p. 196 e ss. e p. 247 e ss.. In giurisprudenza, sulla strutturale autonomia dell'esecutivo rispetto all'assemblea dei soci, cfr. Cass., 21 maggio 1988, n. 3544, in *Giur. Comm.*, 1989, II, p. 203. Di recente e alla luce della riforma, si veda, per tutti BONELLI F., *Gli amministratori di spa - Dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.

²⁶⁴ In senso favorevole ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2006.

²⁶⁵ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 747 e ID., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, cit., p. 64. Sul tema dell'autonomia degli amministratori si veda, per tutti, CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale, Diritto delle Società*, Ed. 5, 2002, p. 370ss.; BONELLI F., *Gli amministratori di spa - Dopo la riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2004; CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 119.

affidata, in esclusiva, all'organo amministrativo, non appare però assoluta, dal momento che sembra doversi ritenere ammissibile sia che i portatori di strumenti finanziari possano concorrere alla concessione delle autorizzazioni richieste dallo statuto per il compimento di atti da parte degli amministratori ai sensi dell'articolo 2364, primo comma, n. 5²⁶⁶, sia che poteri autorizzativi siano concessi direttamente ai portatori degli strumenti finanziari sulla base di un procedimento analogo a quello contenuto nell'articolo sopra menzionato²⁶⁷. Sembrerebbe quindi doversi ammettere la possibilità di configurare un vero e proprio diritto di veto in capo ai portatori degli strumenti finanziari partecipativi su argomenti specifici²⁶⁸. Tale diritto di veto potrebbe avere ad oggetto tanto operazioni straordinarie della società (fusioni, scissioni, trasferimenti di azienda) quanto atti di particolare rilevanza (quali l'approvazione del bilancio o l'assunzione di indebitamento), prevedendo anche che le relative delibere siano improduttive di effetti fino alla ricezione dell'autorizzazione da parte dei portatori degli strumenti finanziari²⁶⁹.

È di immediata percezione come tale possibilità sia di grande rilievo in punto di applicazione concreta dello strumento dal momento che, tramite esso, sarà possibile dare veste societaria ed efficacia *latu sensu* reale ai *restrictive*

²⁶⁶ In tal senso CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 64-65; LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 209.

²⁶⁷ In tal senso LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536. *Contra* CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 64-65, il quale, pur ritenendo ammissibile che, nel contesto della devoluzione all'organo assembleare del compito di esprimersi sull'autorizzazione, i portatori di strumenti finanziari siano chiamati ad esprimersi, ritiene che non sia possibile riservare loro il diritto di concedere autorizzazioni; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 827.

²⁶⁸ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; ENRIQUES L., *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, cit., p. 180; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 156; *Contra* CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 748, per il quale non è neppure ipotizzabile che ai portatori degli strumenti finanziari sia consentito creare una c.d. "minoranza di blocco" in seno all'assemblea ordinaria.

²⁶⁹ In tal senso TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 156-157.

covenants tipici delle operazioni di finanza strutturata e di *private equity*²⁷⁰.

Secondo alcuni la scelta delle materie devolvibili alla competenza dei portatori degli strumenti finanziari sarebbe limitata alle competenze attribuibili agli azionisti e, in ultima analisi, non sarebbero valicabili i limiti della competenza assembleare²⁷¹. In realtà, mentre la limitazione relativa all'attribuzione dei poteri gestori trova una giustificazione nell'ambito del sistema, ciò non appare del tutto condivisibile per tale ulteriore limitazione, dal momento che ben appare possibile l'individuazione di materie che esulano la competenza assembleare, ma che possono essere in astratto devolute alla competenza dei portatori degli strumenti finanziari.

Non appare comunque che sussistano limiti per l'autonomia statutaria nell'ambito delle competenze devolute all'assemblea²⁷² e, in questa linea di pensiero, non appare configurabile un limite di sistema volto a limitare l'attribuzione del diritto di voto relativamente alle sole materie rientranti nella

²⁷⁰ In tal senso e sulla veste societaria dei c.d. *loan covenants* cfr. LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali - Le prospettive di riforma*, p. 121; nello stesso senso TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 157, il quale inoltre rileva come non sarebbe comunque possibile raggiungere il medesimo risultato applicativo attribuendo all'investitore-finanziatore azioni a voto limitato o subordinato, stante l'impossibilità di configurare tramite tali tipologie di azioni un potere di veto. In generale, con riferimento alle operazioni di *private equity* e le clausole tipiche delle operazioni della specie si veda AMABILI F., *Venture capital e private equity: struttura negoziale e profili giuridici*, in *Dir. e pratica società*, 2001, p. 23 e ss.; SIRONI A. – IANNOTTA G., *Il mezzanine finance*, in FORESTIERI (a cura di), *Corporate e investment banking*, Milano, 2001, p. 279 e ss.; GERVASONI A. – SATTIN F., *Private equity e venture capital*, Milano, 2004, p. 184; CARLOTTI M., *Tecniche di private equity*, 2003.

²⁷¹ FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 827, il quale indica, in aggiunta, che le materie specificamente indicate dovrebbero comunque rientrare nella competenza dell'assemblea *ordinaria*. Si esprime sul limite della competenza assembleare (pur senza distinguere tra ordinaria e straordinaria) CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 747 e ID., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 64.

²⁷² Ancora CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 64; LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 209; ZANONI A., *Commento sub articolo 2351*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Torino, p.215.

competenza dell'assemblea ordinaria²⁷³.

In ultima analisi, pare di poter affermare che, sotto un profilo contenutistico, non sussistano limiti di sorta nella selezione degli argomenti che possono essere oggetto del diritto di voto spettante ai portatori degli strumenti finanziari²⁷⁴, fermo restando il limite generale dell'influenza sul potere gestorio.

Se non sussistono limiti da un punto di vista qualitativo, pare difficile individuare anche i vincoli esistenti su un piano quantitativo. *In primis*, pare di poter rilevare un vincolo generale che vincolerebbe l'autonomia statutaria ad indicare specificamente gli argomenti di competenza dei portatori degli strumenti finanziari e, allo stesso tempo, a limitare tale elencazione in modo tale che non si pervenga, tramite una elencazione troppo estesa, ad un sostanziale svuotamento del divieto di attribuzione del diritto di voto di cui all'articolo 2346, ultimo comma²⁷⁵.

Un ulteriore limite implicito dovrebbe essere delineato al fine di evitare un rovesciamento dei rapporti di forza tra la categoria dei portatori degli strumenti finanziari e gli azionisti²⁷⁶. In tale prospettiva, secondo autorevole dottrina, la compartecipazione dei portatori degli strumenti alla determinazione della volontà sociale dovrebbe atteggiarsi in termini di ancillarità rispetto alla posizione dei soci (nel senso che l'orientamento dei portatori degli strumenti finanziari non dovrebbe prevalere su quest'ultimi)²⁷⁷ e di occasionalità, da intendersi legata agli stretti vincoli di specificità che

²⁷³ In tal senso, invece, FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 827, il quale interpreta restrittivamente la portata del riferimento agli "specifici argomenti" di cui all'articolo 2351, ultimo comma, cod. civ.

²⁷⁴ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 65, il quale, tuttavia, individua una eccezione a tale principio nella elezione delle cariche sociali che, fatta salva la nomina del componente da designarsi in posizione di autonomia rispetto agli azionisti, resterebbe di competenza esclusiva dei soci.

²⁷⁵ MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 58; CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 68;

²⁷⁶ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 748.

²⁷⁷ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536.

gravano sull'elencazione delle materie attribuite alla competenza dei portatori degli strumenti²⁷⁸.

Tuttavia, tali limiti di carattere generale, che risultano astrattamente condivisibili, non appaiono trovare un diretto riscontro nel diritto positivo e, in ultima analisi, appaiono difficilmente dettagliabili in regole di applicazione concreta.

Infatti, non pare che sia possibile ravvisare un limite espresso alla quantità di voti attribuibili ai portatori di strumenti finanziari, né è espressa, sulla falsariga di quanto avviene per le azioni a voto limitato, una proporzione necessaria tra diritti di voto spettanti ai portatori degli strumenti finanziari e quelli spettanti agli azionisti ordinari²⁷⁹.

Come sopra accennato, un limite in tal senso è espressamente previsto nella disciplina delle società cooperative laddove, all'articolo, 2526, secondo comma, si dispone che ai possessori di strumenti finanziari non può essere attribuito "*più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti...*"²⁸⁰. Tuttavia la trasposizione *tout court* di tale limite nell'ambito della disciplina della società per azioni non appare possibile, stante la peculiare relazione tra tale previsione e la protezione di finalità proprie della disciplina delle cooperative²⁸¹.

Sempre sul piano della possibile applicazione analogica, resta da chiedersi se sia possibile ritenere applicabile agli strumenti finanziari forniti di diritto di

²⁷⁸ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., p. 749.

²⁷⁹ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 71.

²⁸⁰ Cfr. LOLLI A., *sub art. 2526*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005; ID, LOLLI A., *sub art. 2526*, in PAOLUCCI (a cura di), *Le società cooperative dopo la riforma, Appendice*, Padova, 2004; BONFANTE, *Commento sub art. 2526*, in *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, Commentario diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., 2004; COSTI R., *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2005, I.

²⁸¹ cfr. CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 73 ove ulteriori riferimenti; secondo tale A. non è possibile il ricorso all'analogia in quanto le finalità sottese alla norma di conservazione della sovranità dell'ente in capo a coloro che usufruiscono della sua vocazione mutualistica non si riscontrano nella disciplina della s.p.a.

voto la soglia prevista dall'articolo 2351, comma secondo, cod. civ., di tal che un limite implicito all'attribuzione di tale diritto sia rinvenuto nel dimensionamento quantitativo dello stesso rispetto al capitale sociale²⁸². Seppure, si ritiene di dover rimandare a quanto si dirà in appresso in tema di limiti quantitativi all'emissione, pare di potersi affermare, sin d'ora, che il principio espresso nell'articolo 2351, secondo comma, assuma una funzione vincolante dell'autonomia statutaria con riferimento alla limitazione (o alla sottrazione del diritto di voto) ad azioni che fanno comunque parte del capitale sociale e, per tale motivo, non appare estensibile alla disciplina degli strumenti finanziari laddove soddisferebbe il diverso scopo di limitazione del diritto di voto attribuibile a terzi in favore degli azionisti ordinari²⁸³.

2.2 *Il diritto di nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.*

Tra gli argomenti su cui può essere attribuito ai portatori degli strumenti finanziari il diritto di voto²⁸⁴, il comma 5 dell'articolo 2351 prevede che possa essere riservata la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o²⁸⁵ di un sindaco.

²⁸² cfr. LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 535, il quale ritiene applicabile tale limite in quanto lo stesso sarebbe espressione del più generale principio di correlazione tra rischio e potere; vedi anche MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 289. Con specifico riferimento al tema della relazione potere-rischio in relazione alla riforma si veda ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit. 144.

²⁸³ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 74. Lo stesso A. rileva inoltre come non appaia ravvisabile un vincolo di parità di trattamento tra portatori di strumenti finanziari e, in ultima analisi, di proporzionalità tra apporto e diritto di voto attribuibili; potranno essere dunque emessi, secondo l'A., strumenti finanziari a voto plurimo, senza possibilità di immaginare una automatica applicazione analogica dei principi espressi nell'art. 2351.

²⁸⁴ MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ult. comma*, cit., p. 332, nota come l'introduzione della previsione tramite "*e in particolare(...)*" sembra proporre una accezione del potere di nomina come *sottospecie* del voto sugli argomenti specifici.

²⁸⁵ È da notare che la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003, con riferimento all'articolo 2351, parla della facoltà di nominare in assemblea separata un componente "*degli organi di amministrazione e/o di controllo*" sembra ammettere la possibilità che i portatori di

Questa rappresenta una novità indiscutibile della riforma con una portata potenzialmente dirompente. Infatti, sino all'adozione della riforma l'assemblea ordinaria aveva competenza esclusiva e inderogabile nella nomina dell'organo amministrativo, di tal che un diritto di partecipazione alla nomina degli organi sociali poteva essere attribuito esclusivamente, tramite il meccanismo del voto di lista, in favore di azionisti (e solo azionisti) di minoranza²⁸⁶.

L'introduzione di tale previsione sembra essere volta, in via immediata, ad attribuire ai finanziatori della società (diversi dai soci) il diritto di nominare membri di organi di controllo o di organi amministrativi e, per il tramite di questi, a consentire ai finanziatori di esercitare validi strumenti di controllo a tutela dell'investimento effettuato²⁸⁷. Resta da valutare se, attraverso l'applicazione di tale previsione, si possa configurare un potere di controllo dell'investitore non azionista nella società o, quantomeno, una forma di influenza pregnante sulla gestione della stessa.

Appare certo che l'attribuzione ai portatori di strumenti finanziari di tale potere consente, in prima approssimazione, un accesso più diretto alle informazioni inerenti la gestione della società e assicura un controllo incisivo sulla gestione sociale; le esigenze informative e di controllo, che erano soddisfatte, nella prassi, in via contrattuale tramite l'inserimento nei contratti di finanziamento dei c.d. *informative covenants* e *restrictive covenants*, ricevono una tutela endosocietaria o, se si vuole, reale²⁸⁸.

La funzione principale di tale previsione pare essere, quindi, quella di fornire

strumenti finanziari nominino contemporaneamente un componente dell'organo di amministrazione e uno di controllo.

²⁸⁶ Così LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 205;

²⁸⁷ PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 582.

²⁸⁸ In tal senso CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 109; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 582. Sulla vestibilità societaria dei *covenants* si vedano i riferimenti riportati alla nota 270.

al portatore dello strumento una leva di controllo dell'investimento effettuato; tuttavia, seppure ciò poteva non essere nell'intenzione originaria del legislatore²⁸⁹, la possibilità di nomina di un membro di un organo gestorio sembra aprire la porta al coinvolgimento di finanziatori diversi dai soci nell'amministrazione dell'impresa costituita in forma societaria²⁹⁰.

In considerazione dell'ampiezza della discrezionalità offerta all'autonomia statutaria, infatti, non pare possibile determinare, in astratto, i limiti applicativi della previsione in commento. Infatti la stessa indicazione dell'organo in cui il soggetto designato dai portatori degli strumenti entrerà a far parte porta con sé conseguenze in termini funzioni e competenze attribuite allo stesso²⁹¹; di tal che se la designazione di un membro del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale sembra evocare il perseguimento di finalità di controllo, la designazione di un membro, seppur indipendente, del consiglio di amministrazione ben potrà assolvere al diverso obiettivo di partecipare alla gestione dell'impresa sociale.

Alcune riflessioni ulteriori sulla funzione della disposizione in esame possono essere effettuate basandosi su una lettura della norma effettuata alla luce dei

²⁸⁹ Sembra implicitamente riconoscere tale possibilità, seppur propendendo per la diversa impostazione che vede la previsione in parola votata all'esclusiva nomina di "controllori" nei tre diversi sistemi di amministrazione e controllo, MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit. p. 332.

²⁹⁰ Sull'inopportunità di concedere il potere di nomina di amministratori a soggetti diversi dai soci, si veda ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, cit., p. 149ss. Si veda inoltre PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 583, la quale, pur convenendo sulla circostanza che il dato letterale della norma sembri consentire partecipazione all'esercizio dei poteri gestori, propende per la diversa interpretazione che il soggetto nominato dai portatori degli strumenti finanziari debba svolgere esclusivamente funzioni di controllo. Si veda inoltre SANTOSUOSSO, *La riforma*, cit., p. 59 il quale vede nell'attribuzione del potere di nomina un superamento del principio della correlazione tra rischio e potere nella società per azioni.

²⁹¹ In tal senso, CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 108, il quale efficacemente nota come la nomina alla carica di sindaco realizzerebbe una pura finalità di controllo; la nomina quale membro del consiglio di sorveglianza soddisferebbe, accanto alle ovvie finalità di controllo, esigenze di un coinvolgimento significativo nella gestione sociale attraverso la partecipazione alla nomina dei membri del consiglio di gestione; infine la nomina di un consigliere di amministrazione sarebbe direttamente funzionalizzata alla cogestione *diretta* della società.

differenti sistemi di amministrazione e controllo (tradizionale, monistico e dualistico); procedendo da tale angolo di osservazione²⁹² si nota come nel sistema tradizionale ai portatori degli strumenti finanziari potrà essere rimessa tanto la nomina di un consigliere di amministrazione che quella di un sindaco, nel sistema dualistico, esclusivamente la nomina di un membro del comitato di sorveglianza e nel sistema monistico la nomina di un membro del consiglio di amministrazione che potrà²⁹³ (ma non necessariamente dovrà) essere membro del comitato di controllo sulla gestione. Da tale ricostruzione sembrerebbe desumersi la non neutralità della scelta tra i diversi sistemi di amministrazione rispetto alla determinazione dei diritti attribuibili ai portatori di strumenti finanziari.

Per superare tale apparente discrasia è stata avanzata in dottrina una tesi interpretativa tale per cui l'elencazione dell'amministratore indipendente, consigliere di sorveglianza e sindaco si riferirebbe in realtà ai membri degli organi di controllo nei tre sistemi di amministrazione: monistico, dualistico e tradizionale²⁹⁴. In tale prospettiva, che poggia sull'assunto che ai portatori degli strumenti possano essere attribuiti solo poteri di controllo²⁹⁵, si dovrebbe ipotizzare che ai portatori degli strumenti finanziari emessi da società che adottano il sistema di amministrazione monistico spetti il potere di nominare uno dei membri indipendenti che "sono destinati ad essere eletti nel comitato di controllo" con il paradosso che, qualora ciò non avvenga, il membro così indicato debba decadere²⁹⁶.

²⁹² La ricostruzione è di ZANONI A., *Commento sub articolo 2351*, cit., p.216.

²⁹³ Resta fermo infatti che il soggetto così nominato potrà essere nominato nel comitato di controllo sulla gestione solo qualora lo stesso rispetti i requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 2399 (e richiesti dall'articolo 2409-*septiesdecies*) e dai codici di autodisciplina.

²⁹⁴ In tal senso MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 334-335.

²⁹⁵ Tale tesi, come notato da CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 335, sembrerebbe inoltre superata dalla formulazione dell'articolo 209-*novies* che sembra contemplare espressamente la possibilità che ai sensi dell'articolo 2351 sia nominato un membro del consiglio di gestione.

²⁹⁶ *Ibidem*, p. 335.

Tale interpretazione non appare del tutto aderente al dato positivo²⁹⁷, in quanto il testo della norma non fornisce alcuna correlazione espressa tra l'elencazione dei soggetti nominabili dai portatori degli strumenti e il modello di amministrazione adottato dalla società²⁹⁸; al fine di superare le discrasie tra i vari modelli di amministrazione, appare preferibile ipotizzare che la partecipazione all'organo di controllo di società che adottano il sistema monistico sia assicurata, ai portatori degli strumenti finanziari, per il tramite di una apposita previsione statutaria, che disponga l'automatico inserimento del soggetto dagli stessi nominato nell'organo di controllo²⁹⁹.

Dal novero degli organi integrabili su designazione dei portatori degli strumenti finanziari resterebbe quindi fuori esclusivamente il consiglio di gestione nel sistema dualistico, che non è in alcun modo nominato nella disposizione in parola. Tuttavia non è mancato chi ha notato che, viceversa, la disposizione di cui all'articolo 2409-*novies* nel disporre che i componenti del consiglio di gestione sono nominati dal consiglio di sorveglianza, fa salve le disposizioni di cui all'articolo 2351, con ciò lasciando presumere che, in applicazione di tale ultima disposizione, il consiglio di gestione possa essere integrato³⁰⁰.

Una risposta alla possibile differenza tra i diritti amministrativi attribuibili ai

²⁹⁷ E non pare che possa essere utilizzata come argomento la disposizione di cui all'articolo 223-*septies* delle Disposizioni per l'attuazione del codice civile, che prevede, al primo comma, che le norme del codice civile che fanno riferimento agli amministratori e ai sindaci trovano applicazione anche ai componenti del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza (per le società che hanno adottato il dualistico) e ai componenti del consiglio di amministrazione e ai componenti del comitato di controllo (per le società che hanno adottato il monistico) e, al secondo comma, che i riferimenti al collegio sindacale debbono intendersi anche come riferimenti al consiglio di sorveglianza e al comitato di controllo sulla gestione o ai loro componenti.

²⁹⁸ Di tale limite sembra conscio lo stesso fautore dell'interpretazione in parola, allorquando qualifica la stessa come interpretazione *praeter legem* (MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 334).

²⁹⁹ Tale soluzione è suggerita da CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. p. 109.

³⁰⁰ In tal senso, MONTAGNANI, *Commento sub art. 2383*, in MARCHETTI e altri, *Commentario alla riforma delle società*, 2005, p. 146; CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, cit. p. 109.

portatori degli strumenti come conseguenza del modello di amministrazione adottato dalla società, può essere forse trovata nel significato da dare al termine “indipendente” che accompagna, nella disposizione in esame, il riferimento al componente del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza³⁰¹.

In generale, il concetto di indipendenza richiama quello contenuto nei codici di autodisciplina³⁰² e, nell’ambito del sistema codicistico, quello desumibile dalle previsioni di cui agli artt. 2409-*sepiusdecies* e *octiesdecies* cod. civ., che richiamano, a loro volta, le disposizioni di cui all’articolo 2399 in materia di sindaci³⁰³.

Nella valutazione della portata del termine indipendente con specifico riferimento alla disposizione contenuta nell’articolo 2351, mentre le posizioni circa la necessità del rispetto dei requisiti previsti dall’articolo 2399 sono diversificate³⁰⁴, la dottrina ha pacificamente convenuto quantomeno sulla portata formale del termine, tale per cui, l’amministratore designato dai portatori degli strumenti finanziari sarebbe da considerarsi *indipendente* dalla

³⁰¹ MIGNONE G., *Commento* sub art. 2351, ultimo comma, cit., p. 332, sembra ritenere che il requisito dell’indipendenza sia da riferirsi al solo componente del consiglio di amministrazione e non anche al membro del consiglio di sorveglianza.

³⁰² Si pensi al Codice di Autodisciplina delle Società Quotate di Borsa Italiana S.p.A., che all’articolo 3.1 individua come indipendenti gli amministratori che: “a) non intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, né hanno di recente intrattenuto, relazioni economiche con la società, con le sue controllate, con gli amministratori esecutivi, con l’azionista o gruppo di azionisti che controllano la società, di rilevanza tale da condizionarne l’autonomia di giudizio; b) non sono titolari, direttamente, indirettamente, o per conto di terzi, di partecipazioni azionarie di entità tale da permettere loro di esercitare il controllo o un’influenza notevole sulla società, né partecipano a patti parasociali per il controllo della società stessa. c) non sono stretti familiari di amministratori esecutivi della società o di soggetti che si trovino nelle situazioni indicate alle precedenti lettere a) e b)”.

³⁰³ In generale, sugli amministratori indipendenti, si veda da ultimo RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, I, 2007, p. 143 e ss.; BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 853 e ss., ove ulteriori riferimenti.

³⁰⁴ Ritiene necessario che l’amministratore indipendente abbia tali requisiti, tra gli altri, PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 583; in senso opposto TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi”* (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, cit., p. 159.

maggioranza assembleare che ha nominato il consiglio e, in ultima analisi, si differenzerebbe a ragione di tale motivo dagli altri amministratori³⁰⁵.

Quanto allo scopo della nomina e alla funzione svolta dal membro indipendente, è stato ravvisato che la finalità della nominare sarebbe quello di assicurare che la maggioranza degli amministratori prenda in considerazione anche gli interessi di soggetti diversi dai soci³⁰⁶; e, in tal senso, l'amministratore sarebbe lo strumento per l'esercizio di un potere di *voice*. L'amministratore così nominato dovrebbe avere la funzione principale di monitoraggio e di informazione sull'attività imprenditoriale e, in quest'ottica, non di gestione vera e propria³⁰⁷.

Tale ultima impostazione non appare del tutto condivisibile. Infatti, seppure è plausibile che, nel perseguire la funzione di garanzia attribuitagli, l'amministratore indipendente designato dai portatori degli strumenti finanziari possa svolgere un ruolo di monitoraggio, controllo e *voice* delle istanze di categoria, egli, in quanto amministratore, manterrebbe comunque un ruolo gestorio³⁰⁸, quantomeno nella sua partecipazione alla funzione gestoria esercitata collegialmente dal consiglio, che non verrebbe menomato dalle

³⁰⁵ PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, II, 2003, p. 1299; CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 111; MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 332; LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 139.

³⁰⁶ TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 159.

³⁰⁷ Così PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 583; TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 159.

³⁰⁸ Per tutti NUZZO A., *Le ragioni dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società per azioni*, in VISENTINI (a cura di) *Riforma delle società in Italia*, Quaderni dell'Archivio Ceradi, 2004; MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 332, il quale fa naturalmente salva l'ipotesi che tale soggetto, nel sistema di amministrazione monistico, sia chiamato a far parte del comitato di controllo interno; CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 111; PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1299. In senso opposto si veda VALENSISE P., *Commento in La riforma delle società* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, *sub art. 2409-sexiesdecies c.c.*, 724 s., secondo il quale il divieto per i membri del comitato di svolgere («anche di mero fatto», secondo l'art. 2409-octiesdecies, co. 2) funzioni attinenti alla gestione comporta a loro carico anche il divieto di voto in consiglio di amministrazione (quanto meno se determinante ai fini dei *quorum* costitutivo o deliberativo).

particolari modalità di designazione. Infatti, seppure appare plausibile ritenere che l'indipendenza si accompagni all'impossibilità per l'amministratore di assumere ruoli esecutivi, ciò non escluderebbe comunque la sua partecipazione alle decisioni consiliari e, per il tramite di essa, l'esercizio della funzione gestoria³⁰⁹.

In conclusione sul punto, pare che la qualificazione come "indipendente" dell'amministratore designabile dai portatori degli strumenti per certi aspetti assicura che tale soggetto svolga una funzione di garanzia e controllo (così superando il tema dell'impossibilità di individuare una figura di controllo nell'ambito del sistema monistico), ma, d'altro canto non esclude che tale soggetto sia dotato di poteri gestori³¹⁰ e partecipi alla gestione sociale. Se ciò avvenga in termini di co-gestione con gli amministratori di espressione assembleare o possa immaginarsi una gestione della società affidata principalmente all'amministratore (o agli amministratori) nominato dai portatori degli strumenti finanziari non è desumibile dall'esegesi della norma, ma dovrà trovare risposta nella restante disciplina positiva.

Centrale per comprendere se agli amministratori così nominati possa essere attribuito un ruolo di governo (o co-governo) dell'impresa societaria è l'individuazione di un limite al numero degli amministratori nominabili dai portatori degli strumenti finanziari. In particolare, posto che le disposizioni che vengono in rilievo non contengono alcuna indicazione esplicita, resta da chiarire se ai portatori degli strumenti finanziari possa essere riconosciuto il diritto di nominare, nel loro complesso, un solo amministratore, ovvero se tale diritto possa essere riconosciuto a ciascuna categoria di strumenti finanziari emessi e, in tale ultimo caso, se e quale sia il limite assoluto alla nomina di

³⁰⁹ CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 112.

³¹⁰ Nel senso che dall'esegesi della norma non possa escludersi la previsione di poteri gestori anche PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 582. la quale tuttavia propende per una interpretazione che assimila il *membro indipendente* al *membro non coinvolto nella gestione*, cioè il c.d. amministratore non esecutivo.

membri dell'organo gestorio da parte di finanziatori diversi dai soci³¹¹.

Mancando limiti espliciti, non mi pare si possa escludere la possibilità che sia nominato un componente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza per ciascuna categoria di strumenti finanziari³¹², mentre, con riferimento alla nomina di un componente del collegio sindacale, opererebbe comunque il limite di cinque componenti previsto dall'articolo 2397. Tale interpretazione mi sembra maggiormente in linea con la funzione della norma (dare rappresentanza alle istanze delle diverse categorie di investitori) e più funzionale alle esigenze concrete; infatti, poste le grandi differenze in termini di diritti patrimoniali che possono in astratto sussistere tra le diverse categorie di strumenti finanziari emessi, il componente l'organo gestorio si troverebbe a rappresentare istanze potenzialmente in conflitto tra loro.

Pur in assenza di chiare indicazioni³¹³, in dottrina si tende a ritenere, in maniera piuttosto diffusa, che sussista comunque un limite generale alla nomina di amministratori da parte di soggetti diversi dai soci legato alla costituzione complessiva del consiglio tale per cui, anche ammettendo la

³¹¹ Il tema è posto con particolare efficacia da NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Le Società*, 2005, p. 7.

³¹² Si esprime in questo senso PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1299. il quale rileva come ciò potrebbe portare alla formazione di organi gestori di rilevanti dimensioni numeriche rendendo pressoché necessaria una ripartizione di competenze tra il consiglio di amministrazione e un comitato esecutivo; si esprimono, esplicitamente o implicitamente, per la possibilità che ciascuna categoria di strumenti finanziari designi un componente dell'organo gestorio, tra gli altri, LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, cit., p. 7, MONTAGNANI, *Commento sub art. 2383*, in MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GREZZI F., NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*, 2006, p. 148; DE ACUTIS in DE ACUTIS M. – SANTINI, *La riforma delle società, S.p.A., Amministrazione e controllo*, Milano, 2003, p. 29; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 585. In senso opposto CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 118 il quale ritiene preferibile aderire alla soluzione più restrittiva che circoscrive all'unità il numero di componenti dell'organo gestorio designati dai portatori degli strumenti finanziari. Secondo l'A. dovrebbero quindi essere previsti meccanismi di elezione unitari coinvolgenti i diversi gruppi di investitori; nello stesso senso sembra esprimersi anche ZANONI A., *Commento sub articolo 2351*, cit., p.216.

³¹³ Riconosce l'inesistenza di un vincolo espresso anche CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 118.

possibilità che ciascuna categoria di strumenti finanziari si veda attribuito il diritto di nominare un proprio amministratore, non si potrà prevedere l'emissione di tanti strumenti partecipativi tale che la somma degli amministratori indipendenti (nominati da tali soggetti) costituisca la maggioranza del consiglio³¹⁴.

Tale limite sarebbe funzionale all'esigenza di evitare che la sovranità sulla società si sposti dagli azionisti (che l'esercitano tramite la nomina assembleare dell'organo gestorio) a investitori terzi che non si configurino come *residual claimants*³¹⁵.

Resta da rilevare, tuttavia, come tale vincolo (seppur condivisibile nelle finalità e nella ricostruzione) non trovi preciso riscontro nel dettato normativo e, pertanto, non si può escludere che si possa pervenire a soluzioni diverse, che prevedano organi gestori composti, in maggioranza, da amministratori *indipendenti* nominati da finanziatori non soci. Tale soluzione, che cozzerebbe con il sopra richiamato principio di correlazione tra potere e rischio, troverebbe comunque un ostacolo nella probabile³¹⁶ riconduzione della posizione dei finanziatori, che hanno designato la maggioranza del consiglio, a quella di soci di fatto con la conseguente degradazione della loro pretesa a

³¹⁴ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; nello stesso senso NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, cit., p. 7, il quale individua il limite massimo di amministratori nominabili dai portatori di strumenti finanziari nel numero dei componenti fissati per il consiglio meno uno.

³¹⁵ CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 119; LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 536; MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 333. Si veda sul punto anche VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, cit., il quale, pur ritenendo da scartare interpretazioni volte ad attribuire il diritto alla nomina di un membro dell'organo di gestione a ciascun gruppo di portatori di strumenti finanziari, nota come le diverse interpretazioni prospettate non poggino su un dato positivo e, pertanto, evidenzia come sia difficile arrivare ad individuare, su base interpretativa, un limite numerico alla nomina di amministratori da parte dei portatori di strumenti finanziari.

³¹⁶ Se è vero, come affermato da LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., che la mera nomina di uno o più amministratori indipendenti non realizza di per sé una situazione di controllo di una società, pare di poter affermare che, nella stessa linea di ragionamento, la nomina della maggioranza dei membri ad opera di finanziatori esterni possa (almeno potenzialmente) concretizzarsi nel controllo della società medesima

quella di capitale di rischio di *ultima istanza*³¹⁷.

Restano infine da chiarire, sul punto, le modalità di nomina e revoca degli amministratori designati dai portatori di strumenti finanziari. Coerentemente con quanto indicato in riferimento alla sede di esercizio del diritto di voto su argomenti specifici³¹⁸ si ritiene che il diritto di nomina di un componente (del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale) sia da esercitarsi in assemblea separata, direttamente in assemblea³¹⁹ o con altro meccanismo di designazione extra-assembleare previsto nello statuto³²⁰.

Resta da definire, anche in questo caso, quale sia il regime di *default* applicabile qualora lo statuto nulla disponga al riguardo. In tale contesto, è stato sostenuto che tale diritto possa essere esercitato nell'ambito dell'assemblea dei soci³²¹, argomentando tale convinzione dall'impossibilità di derogare al principio dell'unitarietà dell'organo assembleare³²².

In senso opposto, e forse più coerente con il dato testuale, si è sostenuto che la facoltà di nomina debba essere esercitata nell'ambito di una assemblea

³¹⁷ Cfr. LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 139; MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 333; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 581. Tale assimilazione della posizione dei finanziatori (dominanti) a quella dei soci rappresenterebbe, in quest'ottica, lo strumento di riequilibrio della correlazione rischio-potere sbilanciata: si interverrebbe sull'elemento rischio per bilanciare la devoluzione di potere effettuata, nell'esercizio dell'autonomia privata e statutaria, in favore dei finanziatori non soci. Resta da valutare se una tale ricostruzione possa reggere in presenza della nomina della maggioranza del consiglio di amministrazione da parte di categorie di finanziatori portatrici di interessi diversi tra loro e la cui volontà non sarebbe quindi imputabile ad un centro di interesse unitario.

³¹⁸ Vedi *supra* in questo capitolo par. 2.1.

³¹⁹ Si esprime in tal senso LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 207.

³²⁰ Cfr. CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voice*, cit., p. 128; PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1299;

³²¹ MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 337; PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1299; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 585;

³²² MIGNONE G., *Commento sub art. 2351, ultimo comma*, cit., p. 337 e i riferimenti ivi contenuti *sub* nt. 19 e 20.

separata dei portatori degli strumenti finanziari³²³. Anche tra i fautori di tale impostazione, diverse sono le interpretazioni sull'efficacia di tale delibera dell'assemblea separata; infatti secondo alcuni l'assemblea separata designerebbe il componente, il quale verrebbe poi ad essere nominato dall'assemblea dei soci che sarebbe, in questa impostazione, costretta a recepire le indicazioni dell'assemblea separata³²⁴; diversamente, è stato riconosciuto all'assemblea separata un potere proprio ed autonomo di incidere sull'organizzazione sociale³²⁵.

A sostegno di tale impostazione è generalmente richiamato il dettato dell'articolo 2383, primo comma, cod. civ., che prevede, tra le eccezioni al principio generale tale per cui la nomina spetta all'assemblea, l'ipotesi prevista dall'art. 2351³²⁶. E nello stesso senso si esprime la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003, ove, con riferimento all'articolo 2351, parla della facoltà di “*nominare in assemblea separata un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo*”.

Per concludere in punto di disciplina, rimane dubbio anche il tema della revoca dei componenti nominati dai portatori degli strumenti finanziari.

Una interpretazione in linea con il testo normativo, che richiama l'applicabilità ai componenti così designati delle norme previste per gli altri componenti

³²³ GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, cit., p. 644; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari (...)*, cit., p. 5; TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 158; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, cit., p. 311; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004, p. 56; si esprime nel senso della nomina extra-assembleare anche Lamandini M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 534.

³²⁴ TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 158.

³²⁵ STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, cit., p. 311; CIAN M., *Strumenti partecipativi e poteri di voce*, cit., p. 127; cfr., in particolare, CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, cit., laddove l'A. si riferisce al potere di nomina come di un potere di “*diretta generazione dell'atto di insediamento nella carica*”.

³²⁶ TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 158.

dell'organo cui partecipano, potrebbe far ritenere che a tali soggetti si applichino le previsioni di cui all'articolo 2383, terzo comma, cod. civ., di tal che gli amministratori in parola sarebbero revocabili dall'assemblea ordinaria degli azionisti³²⁷. In tale ottica di ragionamento, la tutela della posizione dei portatori degli strumenti finanziari sarebbe legata, da una parte, all'obbligo di assoggettare la deliberazione dell'assemblea generale all'approvazione dell'assemblea di categoria ai sensi dell'articolo 2376 cod. civ.³²⁸ e, dall'altra, dalla garanzia che il sostituto sia nominato da parte dei portatori di tali strumenti³²⁹.

Seppure l'interpretazione sopra menzionata pare lineare nel contesto della disciplina positiva e sembra tutelare la posizione dei portatori degli strumenti finanziari rispetto ad eventuali abusi dell'assemblea ordinaria, essa non sembra adeguata a soddisfare l'esigenza della revoca collegata alla rottura del rapporto fiduciario tra portatori degli strumenti finanziari e componente nominato dagli stessi. Infatti, anche qualora tale rapporto fiduciario venisse

³²⁷ In tal senso, LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 207; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 56; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 586; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2351*, cit., p. 311; È da rilevare che l'interpretazione dell'articolo 2383 nel senso di prevedere che lo stesso si applichi *sic et simpliciter* agli amministratori nominati dai portatori degli strumenti finanziari non può essere data per scontata. Infatti, il primo comma dell'articolo in parola, prevede che la nomina degli amministratori spetta all'assemblea, prevedendo, quali eccezioni, la nomina effettuata nell'atto costitutivo e le disposizioni contenute negli artt. 2351 e 2449. Il terzo comma dello stesso articolo prevede che gli amministratori "anche se nominati nell'atto costitutivo" sono revocabili in qualunque tempo dall'assemblea; nessuna menzione è fatta delle ipotesi di amministratori nominati dai portatori degli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2351 o di quelli nominati dallo Stato o da enti pubblici ai sensi dell'art. 2449. Ciò potrebbe lasciare intendere, in prima approssimazione, che la posizione di tali amministratori non rientri nel campo di applicazione della disposizione in parola. Seppure è evidente che con riferimento a questi ultimi è, come noto, prevista una espressa deroga alla revocabilità da parte dell'assemblea e la stessa deroga non è prevista per gli amministratori nominati ex art. 2351, resta la carenza di una espressa previsione potrebbe essere interpretata in modo diverso da quello proposto dagli autori sopra menzionati.

³²⁸ Così LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 207, il quale ritiene automatica la sottoposizione di tale deliberazione all'assemblea di categoria, posto che essa risulterebbe in un pregiudizio del diritto attribuito ai portatori degli strumenti.

³²⁹ PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, cit., p. 586.

meno i portatori di tali strumenti si troverebbero impossibilitati ad intervenire.

Proprio in tale ottica è stato diversamente sostenuto che gli amministratori designati ai sensi dell'art. 2351, ultimo comma, cod. civ. possono essere revocati soltanto dai soggetti che li hanno designati³³⁰. Ciò troverebbe la copertura normativa nell'applicazione analogica del principio dettato dall'art. 2449, comma secondo, per le società con partecipazioni dello Stato o di altri enti pubblici, tale per cui gli amministratori nominati dallo Stato o dagli enti pubblici ai sensi della citata disposizione potrebbero essere revocati esclusivamente dai soggetti che li hanno nominati³³¹.

Tale impostazione, se da una parte soddisfa l'esigenza di tutelare il rapporto fiduciario, tuttavia, nel momento in cui sembra demandare in maniera esclusiva ai portatori degli strumenti il potere di revoca, non appare del tutto soddisfacente, posto che non consentirebbe all'assemblea dei soci di intervenire neppure nelle ipotesi in cui l'assemblea potrebbe esercitare la revoca per giusta causa³³².

In tale ottica si potrebbe ritenere che il potere di revoca dell'assemblea generale sia, a determinate condizioni, concorrente con quello dei portatori degli strumenti finanziari. In tale ottica di ragionamento, nell'ipotesi di sussistenza di una giusta causa alla revoca, tanto i portatori degli strumenti

³³⁰ TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 159.

³³¹ Con riferimento alla fattispecie della revoca dell'amministratore nominato ai sensi dell'art. 2449, si veda, tra gli altri, ABBADESSA P., *La nomina diretta di amministratori di società da parte dello stato e di enti pubblici (problemi ed ipotesi)*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione*, 1975, I; BONELLI F., *La revoca degli amministratori nominati dallo stato o da enti pubblici (Nota a Cass., 15 luglio 1982, n. 4139, Perciabosco c. Soc. Siace)*, in *Giur. comm.*, 1983, II; SALAFIA V., *Gli amministratori e i sindaci nominati dallo stato o dagli enti pubblici*, in *Società*, 2001, 773; SPADA P., *Cariche in società o enti per le quali la nomina è riservata allo stato*, *Riv. dir. privato*, 2002, p. 801.

³³² Non ritiene che la caratterizzazione fiduciaria della nomina possa essere elemento che esclude l'assemblea ordinaria dal potere di revoca anche CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voce*, cit. p. 140. Afferma l'A. citato che tale *riserva* potrebbe essere giustificata solo in ragione dell'esigenza di blindare il diritto di nomina; ma, a parere di chi scrive, tale esigenza potrebbe essere comunque soddisfatta semplicemente sottoponendo la delibera assembleare di revoca all'autorizzazione dell'assemblea di categoria.

finanziari che l'assemblea dei soci, che avrebbe un interesse all'adeguata conduzione della società, avrebbero il potere di intervenire³³³.

Il potere concorrente sussisterebbe anche nell'ipotesi in cui una giusta causa alla rimozione non sussiste (o sussiste solo con riferimento ad una delle categorie, portatori di strumenti finanziari e azionisti); tuttavia, in tale caso, il potere di revoca dell'assemblea dei soci sarebbe soggetto all'importante correttivo che, qualora non sussista una giusta causa alla rimozione, la deliberazione dell'assemblea dei soci di revoca dell'amministratore designato dovrebbe essere sottoposta all'approvazione dell'assemblea di categoria ai sensi dell'art. 2376 cod. civ.

2.3 Gli altri diritti attribuibili: diritti di informazione e di impugnazione e i diritti para-amministrativi (diritto di opzione e recesso)

L'ultimo elemento da analizzare, seppure brevemente, per completare l'analisi dei diritti che, se attribuiti ai portatori di strumenti finanziari, possono consentire ai portatori degli stessi di incidere sulla gestione sociale, è quello degli *altri* diritti amministrativi³³⁴.

Infatti, così come già evidenziato con riferimento al diritto voto su specifici argomenti e per il potere di nomina di un membro dell'organo amministrativo o di controllo, in astratto, l'attribuzione di diritti (anche limitati) a soggetti diversi dai soci finisce per incidere sulla libertà di movimento degli amministratori e, in ultima analisi, sulla gestione dell'impresa sociale.

Come notato nel paragrafo precedente, su un piano generale, ai possessori

³³³ In tal senso, almeno parzialmente, CIAN M., *Strumenti finanziari e poteri di voice*, cit. p. 140. L'A. si esprime, con riferimento al potere di revoca senza giusta causa in termini di riserva a favore dei portatori degli strumenti finanziari, mentre, con riferimento alle ipotesi in cui la giusta causa sussista, verrebbe in rilievo sia un potere dei portatori degli strumenti finanziari che un potere autonomo della società.

³³⁴ L'espressione *altri diritti amministrativi*, intesi come diritti diversi dal diritto di voto e dal potere di nomina dei componenti degli organi sociali, è utilizzata da NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 552.

degli strumenti finanziari potranno essere attribuiti tutti i diritti propri dell'azionista³³⁵, ma il riferimento al novero dei diritti attribuibili all'azionista è da intendersi solo come parametro per l'individuazione dei diritti astrattamente attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari, ma non un limite all'autonomia statutaria nella creazione degli stessi³³⁶.

Se questo è vero su un piano generale, l'attribuibilità dell'intero novero dei diritti amministrativi propri degli azionisti, pur tralasciando il diritto di voto di cui si è detto, può trovare alcuni limiti e specificazioni nel contesto di un'analisi concreta degli stessi.

Così, non mi pare si possa dubitare della possibilità che lo statuto riconosca ai possessori degli strumenti finanziari il diritto di intervento in assemblea³³⁷, anche qualora gli stessi non siano titolari di un diritto di voto³³⁸. Tale diritto di intervento dovrebbe potersi estrinsecare sia come diritto di intervento passivo, a fini informativi³³⁹, che quale diritto di discussione anche in via generale³⁴⁰.

Allo stesso modo mi pare che non sussistano limiti di sorta all'attribuzione, sempre per il tramite di una previsione statutaria, di diritti a contenuto

³³⁵ NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 553.

³³⁶ TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 152-153; OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2004, I. *Contra*, STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265.

³³⁷ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 746; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 54; MIOLA M., *I conferimenti in natura*, cit., p. 286; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154.

³³⁸ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Diritto delle società*, Bologna, 2006.

³³⁹ Diversamente TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154, il quale ritiene che il diritto di intervento sia attribuibile a fini meramente informativi.

³⁴⁰ Così, ³⁴⁰ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 746; MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 54, il quale, in tale contesto, si esprime sulla derogabilità della norma di cui all'articolo 2370, primo comma, secondo la quale "possono intervenire all'assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto", che sarebbe altrimenti in contrasto con l'interpretazione di cui nel testo.

informativo o di controllo³⁴¹. Tali diritti potranno replicare i diritti propri dell'azionista³⁴² e quindi i portatori degli strumenti finanziari potranno, ad esempio, essere dotati del potere di consultare i libri sociali³⁴³. D'altro canto, coerentemente con quanto già rilevato³⁴⁴, anche con specifico riferimento ai diritti amministrativi di informazione e controllo, i diritti dell'azionista sono un utile parametro per l'individuazione dei diritti attribuibili ai portatori degli strumenti finanziari, ma non costituiscono un limite³⁴⁵. Di tal che, ai portatori degli strumenti finanziari lo statuto potrebbe attribuire diritti di informazione e controllo che non spettano all'azionista, quali il diritto di intervento in consiglio di amministrazione³⁴⁶ o il diritto di richiedere, all'organo amministrativo, relazioni informative sull'attività di gestione³⁴⁷.

Seppure con maggiore cautela, mi sembra poi che si possa ammettere che lo

³⁴¹ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 744; LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 212; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154.

³⁴² STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 285; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Diritto delle società*, cit., p. 131.

³⁴³ Così MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 61, il quale rileva che seppure l'articolo 2422 cod. civ. limita espressamente il novero dei soggetti legittimati alla consultazione, tale previsione deve considerarsi come derogabile nell'ambito dell'esercizio dell'autonomia statutaria. Nello stesso senso ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Diritto delle società*, cit., p. 131; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265;

³⁴⁴ Vedi *supra* paragrafo 1.3.

³⁴⁵ CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 744; nello stesso senso, mi pare, TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154. *Contra* STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 265, secondo il quale "i diritti cui fa riferimento il 2346, ult. co. sono esclusivamente quelli che competono ai soci, individualmente, per partecipazioni di misura predeterminata o in assemblea".

³⁴⁶ TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154; CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 744-745.

³⁴⁷ LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 212, il quale tuttavia sembra limitare l'oggetto dell'informativa ai parametri cui è correlata la redditività dell'investimento o allo specifico settore di attività su cui insiste un diritto economico preferenziale; nello stesso senso, senza alcuna limitazione relativa all'oggetto dell'informativa TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154; ³⁴⁷ ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Diritto delle società*, cit., p. 131.

statuto attribuisca ai portatori di strumenti finanziari il potere di impugnazione delle delibere ai sensi dell'art. 2377 cod. civ. e il potere di denuncia di gravi irregolarità *ex art.* 2409 cod. civ.³⁴⁸.

Con specifico riferimento al diritto di impugnativa, un tema aperto (e collegato all'interpretazione data dell'articolo 2377) è quello relativo all'esistenza di una correlazione necessaria il diritto di voto e il diritto di impugnativa stesso. In tale ottica, mentre non appare dubbio che il potere di impugnazione delle delibere assembleari potrebbe essere accordato in relazione alle deliberazioni relative a materie per le quali è attribuito il diritto di voto ai portatori degli strumenti finanziari³⁴⁹, sarebbe da valutare con particolare attenzione la possibilità di attribuire il diritto di impugnazione scollegando lo stesso dall'attribuzione del diritto di voto³⁵⁰.

Un discorso a parte meritano i diritti c.d. amministrativo-patrimoniali, cioè quei diritti che, pur avendo un contenuto patrimoniale, hanno potenzialmente una influenza sull'allocatione del potere amministrativo all'interno della società. Primo fra tutti il diritto di opzione che, come noto, è diretto a garantire ai soci la conservazione del proprio peso patrimoniale e amministrativo

³⁴⁸ TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, cit., p. 154; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 551; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., p. 284; in senso dubitativo, con riferimento alla possibilità di attribuzione del diritto di denuncia al tribunale, LOLLI A., *Gli strumenti finanziari*, cit., p. 212.

³⁴⁹ Si veda, ad esempio, CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova «s.p.a.»*, cit., p. 745.

³⁵⁰ Si veda su tale ultimo tema MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 61, il quale conclude per la possibilità di accordare il diritto di impugnazione ai portatori di strumenti finanziari anche in assenza dell'attribuzione del diritto di voto. È interessante notare che tale A. arriva alla negazione di una necessaria correlazione tra diritto di voto e diritto di impugnativa affermando la legittimità di clausole che attribuiscono il diritto di impugnativa ai titolari di azioni privi del diritto di voto sulla base di una interpretazione estensiva della previsione contenuta nell'articolo 2377 comma terzo, cod. civ. che consente allo statuto di escludere il requisito previsto dallo stesso articolo per la proposizione dell'azione. Si veda inoltre, sempre sul tema della correlazione tra titolarità del voto e diritto di impugnativa GROSSO P., *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in Ambrosini (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003.

nell'organizzazione sociale³⁵¹.

Il diritto di opzione è astrattamente configurabile sia come diritto di opzione per l'acquisto di strumenti finanziari di nuova emissione che come diritto di opzione all'acquisto di azioni di nuova emissione.

Con riferimento a tale ultima ipotesi, è stata esclusa in dottrina la possibilità di attribuire il diritto di opzione sull'emissione di azioni in quanto tale diritto comporterebbe una compressione del diritto di opzione spettante agli azionisti con sulla base di una limitazione prevista nello statuto e non deliberata di volta in volta³⁵². È da rilevare comunque come la Relazione citi espressamente, tra i diritti attribuibili ai portatori degli strumenti, "il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie"³⁵³. Sembra infine doversi ammettere la possibilità che lo statuto attribuisca ai portatori degli strumenti finanziari (e ai soci) il diritto di opzione alla sottoscrizione di strumenti finanziari di nuova emissione.³⁵⁴

Un discorso a parte, dalle conseguenze contabili rilevanti, meriterebbe poi

³⁵¹ Per tutti GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, Tomo 2, 1999, p. 378 e ss.

³⁵² Così NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 557, il quale rileva come tale impostazione sarebbe in contrasto con i precetti imperativi della seconda direttiva comunitaria. L'A. sembra riferirsi all'art. 25, ult. comma, della seconda direttiva che dispone che tutti i titoli che danno diritto alla conversione in capitale sociale o alla sottoscrizione di un aumento di capitale sociale debbano essere assoggettati alla medesima disciplina delle azioni per quanto concerne la delibera di emissione. Nello stesso senso MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 61, il quale ammette invece la possibilità di prevedere una opzione "di secondo grado" tale per cui i portatori di strumenti finanziari potrebbero utilizzare la stessa ove non siano esercitati analoghi diritti dei soci; MIGNONE G., *Commento sub art. 2346, ultimo comma*, cit., p. 251. Diversamente, mi pare, GALGANO in GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, p. 250, il quale sembra implicitamente ammettere l'attribuibilità di un diritto di opzione alla sottoscrizione di azioni, prevedendo però, in ossequio alle direttive comunitarie, modalità di deliberazione atte ad assicurare il rispetto dei precetti della seconda direttiva.

³⁵³ Così la Relazione Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

³⁵⁴ MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, cit., p. 61. *Contra* NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, cit., p. 557; MIGNONE G., *Commento sub art. 2346, ultimo comma*, cit., p. 251.

l'attribuzione agli strumenti finanziari del diritto di recesso. Ai fini del presente lavoro, basta potersi considerare come legittima la possibilità di configurare strumenti finanziari dotati del diritto di recesso, posto che, non essendo i relativi apporti imputabili a capitale, non dovrebbero neanche sussistere le esigenze di tutela che pongono limiti all'esercizio dei diritti di recesso da parte del socio³⁵⁵.

Come accennato nella prima parte del presente capitolo, l'analisi dei diritti amministrativi attribuibili ai portatori di strumenti finanziari era necessaria per mettere a fuoco la *forza* di cui tali strumenti possono essere dotati.

Sul punto, pare di poter concludere affermando che, come meglio si dirà nel prosieguo, il coacervo dei diritti astrattamente attribuibili ai portatori di strumenti finanziari sia funzionale oltre che ad un generico scopo di informazione e controllo sull'investimento effettuato, anche all'esercizio di un potere di influenza sulla gestione dell'impresa sociale che potrà estrinsecarsi autonomamente o in concerto con alcuni azionisti in forza di specifici patti tra gli stessi³⁵⁶.

3. La disciplina dei limiti quantitativi all'emissione

Una volta messa a fuoco la *forza* di cui gli strumenti finanziari possono essere dotati, occorre ora indagare i confini quantitativi entro cui tale *forza* può, in principio, estrinsecarsi. Tale indagine passa, come sopra accennato, per l'individuazione dei limiti esterni, o di sistema, all'emissione di tali strumenti, che sono funzionali, nell'ottica del lavoro, a delimitare l'esatta portata dell'influenza che i portatori degli strumenti stessi possono esercitare sulla

³⁵⁵ In tema di diritto di recesso e strumenti finanziari partecipativi e, in particolare, delle conseguenze contabili della previsione di un diritto di recesso in capo ai portatori si veda TARABUSI M., *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali. Esiste ancora il sistema del netto*, in *Giur. Comm.*, 4, 2007, p. 456 e ss., ove ulteriori riferimenti.

³⁵⁶ Resta da valutare l'applicabilità ai patti tra azionisti e portatori di strumenti finanziari della disciplina di cui all'articolo 2341-bis.

gestione dell'impresa sociale.

3.1 Funzione dei limiti all'emissione. Aspetti relativi alla stabilità finanziaria della società e tema relativo alla correlazione tra rischio e potere.

La normativa codicistica non contiene dei limiti espressi all'emissione di strumenti finanziari. Il tema è quindi da inquadrare nel più generale ambito della ricerca di vincoli volti ad evitare la dissociazione tra potere e rischio nell'ambito della struttura finanziaria della società per azioni³⁵⁷. In tale prospettiva, i limiti andranno quindi ricercati in funzione della causa e del contenuto di diritti patrimoniali e amministrativi di ogni tipologia di strumento e andranno: Insisteranno su piani disciplinari diversi i limiti posti all'emissione di strumenti finanziari quasi-*equity* e quelli posti all'emissione di strumenti quasi-*debt*.

Già prima della riforma, con specifico riferimento alla disciplina dei limiti all'emissione di obbligazioni, è stato autorevolmente sostenuto che attraverso detti limiti il legislatore aveva inteso evitare che gli azionisti di controllo potessero gestire la società, avendo provveduto solo ad una piccola parte del fabbisogno finanziario della società e, di conseguenza, non correndo un rischio di impresa corrispondente al potere gestito³⁵⁸. Anche alla luce delle novità della riforma, pare di poter sostenere che la *ratio* dei limiti all'emissione di

³⁵⁷ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 532.

³⁵⁸ LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 532. Sulla teoria della correlazione tra rischio e potere, con specifico riferimento, ai limiti all'emissione di obbligazioni, si veda FERRO-LUZZI P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1963, Parte I, p. 218 ss.; CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., p. 396-397; FERRI G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, 1985, p. 504; CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni. Delle Obbligazioni*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 2000, p. 30. In senso diverso, cioè nel senso di individuare nel limite all'emissione di obbligazioni una garanzia implicita in favore degli obbligazionisti, si veda, tra i tanti, COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1994, p. 598; DE FERRA G., *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1959, p. 13ss.; MIGNOLI A., *Il capitale «versato e esistente» come limite all'emissione di obbligazioni*, in MIGNOLI A., *La società per azioni. Problemi – letture – testimonianze*, Milano, 2002, p. 177; SALAFIA V., *La garanzia per l'emissione di prestito obbligazionario eccedente il limite del capitale*, in *Le Società*, 1997, p. 873.

obbligazioni, così come quella dei limiti alla creazione e all'emissione di particolari categorie di azioni (di risparmio e privilegiate), sia quella di assicurare una distribuzione equilibrata del rischio di attività di impresa³⁵⁹.

Che tali considerazioni possano essere estese anche ai limiti all'emissione di azioni di risparmio o altre categorie di azioni pare oggi confermato dalla stessa Relazione alla novella nell'ambito della quale, laddove si parla di limiti all'emissione di obbligazioni, si indica che si è in “*presenza di una tecnica diretta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio, e dunque di un principio sistematicamente analogo al limite all'emissione di azioni di risparmio e privilegiate*”³⁶⁰.

Se le previsioni che contengono limiti all'emissione (di azioni speciali o di obbligazioni) possono considerarsi, dunque, espressione di un principio generale e collettivamente preordinate ad assicurare “*una equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti*”³⁶¹, appare indubbio che tale principio debba trovare applicazione anche nell'ambito della disciplina degli strumenti finanziari al fine di evitare che l'emissione di strumenti finanziari diventi strumento di elusione delle discipline imperative delle fattispecie tipiche.

È in quest'ottica che ci si intende muovere nella ricerca dei limiti codicistici e di sistema all'emissione di strumenti finanziari.

³⁵⁹ In tal senso, GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 87.

³⁶⁰ Così la Relazione al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 recante riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

³⁶¹ Ancora la Relazione.

3.2 Limiti di emissione degli strumenti finanziari quasi debt. La portata antielusiva dell'articolo 2411 nella emissione di strumenti finanziari. I limiti quantitativi previsti dalla disciplina di settore bancario

Un primo limite espresso all'emissione di strumenti finanziari è quello previsto dal combinato disposto dell'articolo 2411, comma terzo, e dall'articolo 2412 cod. civ.

Come noto, tale ultima disposizione pone un limite quantitativo all'emissione di obbligazioni individuando detto limite nella *somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato*³⁶². Lo stesso articolo prevede poi talune deroghe applicabili all'emissione di obbligazioni³⁶³.

In forza della previsione di cui all'articolo 2411, comma terzo, la disciplina della Sezione VII relativa alle obbligazioni e, per quanto qui interessa, le disposizioni di cui all'articolo 2412 contenenti i limiti all'emissione e le relative deroghe si applicano anche agli *strumenti finanziari comunque denominati che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*.

Un primo tema che si pone, con riferimento al limite, è se – applicandosi lo stesso limite sia all'emissione di strumenti finanziari che all'emissione di obbligazioni – la verifica del rispetto dello stesso debba essere effettuata

³⁶² Per un'analisi delle previsioni di cui all'articolo 2412, cod. civ., si veda, da ultimo, GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, in NOTARI M. – BIANCHI LUIGI A. (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, in MARCHETTI P. – BIANCHI LUIGI A. – GHEZZI F. – NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*, p. 85 ss.; BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2412*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 939 ss; SARALE M., *Commento sub artt. 2412-2413*, in COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario, Commentario*, Bologna, 2004, p. 1261 ss.; COSTA A., *Commento sub art. 2412*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, p. 1049 ss..

³⁶³ Ci si riferisce, naturalmente, alle previsioni di cui ai commi 2, 3 e 5 dell'articolo 2412 ai sensi delle quali il limite previsto dal comma 1 (a) può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza di tale limite sono sottoscritte da parte di investitori soggetti a vigilanza prudenziale, (b) non si applica all'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi, (c) non si applica all'emissione di obbligazioni da parte di società quotate.

facendo riferimento cumulativamente agli strumenti finanziari e alle obbligazioni emessi ovvero il limite di cui all'articolo 2412 vada calcolato separatamente per ciascuna delle due tipologie di titoli³⁶⁴. Come meglio si dirà in seguito, la soluzione del limite cumulativo all'emissione di strumenti finanziari *di debito* e di obbligazioni sembra doversi preferire, più che per ragione di carattere ermeneutico, in ragione dell'applicazione della normativa di settore bancario.

Su un piano oggettivo, dalla formulazione della norma pare di poter affermare che l'estensione dell'applicazione della disciplina delle obbligazioni non riguardi tutti gli strumenti finanziari, ma solo quelli, indicati nell'articolo 2411, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società. Di tal che, ai fini della verifica dell'applicabilità o meno della disciplina delle obbligazioni, si imporrà, di volta in volta, una indagine sul contenuto dei diritti patrimoniali attribuiti allo strumento al fine di verificare se lo stesso abbia, o meno, le caratteristiche indicate nell'articolo 2411³⁶⁵. Pare inoltre di poter affermare, sin d'ora, che tale previsione non possa che fare riferimento a strumenti finanziari emessi a fronte di apporti di denaro³⁶⁶ e che sia del tutto neutrale rispetto all'attribuzione, ai portatori di detti strumenti finanziari, di diritti amministrativi o di altri diritti patrimoniali diversi dal diritto di rimborso³⁶⁷.

Sul piano delle finalità, in ossequio alla formulazione letterale della

³⁶⁴ Nel senso che, ai fini della verifica del rispetto del limite, occorra cumulare le obbligazioni e gli strumenti finanziari (aventi le caratteristiche di cui all'articolo 2411, comma terzo) emessi, si veda GALGANO F., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, cit., p. 262; AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1237; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813.

³⁶⁵ MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 461.

³⁶⁶ Cfr. AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1237, il quale rileva come la norma, prendendo in considerazione il rischio del mancato rimborso del capitale, sembra fare riferimento ad apporti di natura esclusivamente finanziaria; BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, cit., p. 239.

³⁶⁷ FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813; AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1237.

disposizione, l'obiettivo diretto della stessa sembra essere quello di estendere la disciplina delle obbligazioni a strumenti finanziari che prevedano un obbligo di rimborso, per quanto condizionato (o meglio, indicizzato) all'andamento economico della società³⁶⁸.

La norma in questione potrebbe svolgere, nell'ottica sopra indicata, una funzione anti-elusiva e sarebbe volta ad evitare l'aggiramento della normativa in materia di obbligazioni mediante l'emissione di strumenti finanziari ibridi³⁶⁹. Si verrebbe così ad uniformare la disciplina di strumenti che assolvono, in astratto, alla medesima finalità di finanziamento dell'impresa³⁷⁰.

Seguendo tale ottica di ragionamento, però, non appare del tutto chiaro il motivo per cui, stando ad una interpretazione letterale del testo della disposizione, l'equiparazione sia limitata ai soli strumenti finanziari che attribuiscono un diritto di rimborso ancorato al parametro dell'andamento economico della società e non anche gli altri strumenti aventi comunque causa di finanziamento³⁷¹. Infatti, in un'ottica anti-elusiva, tutti gli strumenti finanziari aventi causa assimilabile a quella delle obbligazioni dovrebbero essere assoggettati alla medesima disciplina.

Per chiarire tale punto e valutare, dunque, l'efficacia anti-elusiva della norma, occorre fare un passo indietro e tornare alla valutazione circa l'applicabilità della disciplina delle obbligazioni alle emissioni di strumenti finanziari che, pur prevedendo un diritto pieno e incondizionato al rimborso, adottino una denominazione diversa da quella dei titoli obbligazionari o siano dotati di

³⁶⁸ GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 76.

³⁶⁹ GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 77.

³⁷⁰ COSTA A., *Commento sub art. 2411*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, p. 1045.

³⁷¹ COSTA A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1045; sulla scarsa chiarezza della disposizione che ha portato taluni autori a dubitare che la stessa sia frutto di una svista del legislatore (CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, cit. p. 419), si veda BUONOCORE, *Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 recante «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative»*, in *attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, in *Giur. Comm.*, Supplemento al n. 4/03, p. 17; nonché SARALE M., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1260.

diritti amministrativi.

Come già in precedenza indicato³⁷², la nozione di obbligazione adottata nel testo coincide con quella, elaborata da certa dottrina, tale per cui la fattispecie obbligazionaria può essere identificata nello strumento di partecipazione ad un apporto di debito, a fronte del quale è previsto l'obbligo da parte dell'emittente tanto nel rimborso del capitale quanto della corresponsione di interessi (quest'ultimo anche condizionato)³⁷³.

Non sarebbe rilevante, ai fini della individuazione della fattispecie dell'obbligazione, né la circostanza che al portatore siano attribuiti o meno diritti amministrativi³⁷⁴ né la denominazione attribuita al titolo³⁷⁵. In quest'ottica la disciplina delle obbligazioni sarebbe da ritenersi applicabile in via diretta all'emissione di titoli, comunque denominati, che prevedono un diritto incondizionato al rimborso del capitale³⁷⁶, anche qualora gli stessi incorporino diritti amministrativi; ciò in quanto tali strumenti finanziari sarebbero riconducibili al tipo obbligazionario.

A conclusioni simili si potrebbe approdare anche nel caso in cui, pur non riportando al tipo "obbligazione" gli strumenti finanziari sopra descritti, si ammettesse l'applicabilità analogica della disciplina delle obbligazioni all'emissione di strumenti finanziari aventi causa prevalente di finanziamento,

³⁷² Si veda Capitolo 1, par. 2.

³⁷³ La definizione è di ZANONI A., *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 164, il quale però ritiene elemento necessario dell'obbligazione anche l'assenza di diritti corporativi. Nello stesso senso COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, cit., p. 730. Conclude nel senso che la carenza di un obbligo di rimborso, seppur condizionato, determina la trasformazione delle obbligazioni indicizzate in strumenti di natura ibrida anche GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411*, cit., p. 72.

³⁷⁴ MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 462; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813 ss.

³⁷⁵ Cosicché, qualora uno strumento incorpori in sé un diritto patrimoniale al rimborso (incondizionato dell'apporto) e, allo stesso tempo, attribuisca al portatore diritti amministrativi, esso sarà soggetto alla disciplina delle obbligazioni. In questo senso FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813. In senso contrario CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 385.

³⁷⁶ AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1240.

che prevedano un diritto al rimborso del capitale³⁷⁷.

Diversamente, qualora non si ammettesse l'applicabilità, diretta o in via analogica, della disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari che prevedono un diritto al rimborso incondizionato, la portata anti-elusiva della norma in questione ne risulterebbe estremamente ridotta³⁷⁸.

Infatti, seguendo tale opposta logica di ragionamento, l'applicabilità delle norme in materia di obbligazioni sarebbe estensibile agli strumenti finanziari *soltanto* laddove gli stessi prevedano l'obbligo di rimborso e condizionino tale obbligo a parametri attinenti l'andamento economico della società³⁷⁹. Dalla previsione di cui all'articolo 2411, comma terzo, non sarebbe ricavabile alcun principio di carattere generale che renderebbe possibile l'applicazione della

³⁷⁷ Come notato da MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 462, l'interpretazione analogica poggerrebbe anche sull'utilizzo dell'argomento *a fortiori* in base al quale la congiunzione "inoltre" presente nel testo della norma andrebbe intesa come "*finanche*" così rendendo esplicito che la disciplina delle obbligazioni dovrebbe applicarsi dalle obbligazioni in senso proprio *finanche* ai titoli che più si separano dalla fattispecie obbligazionaria (appunto quelli che prevedono una indicizzazione del rimborso del capitale all'andamento economico della società). Sul punto si veda inoltre GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 79.

³⁷⁸ Sempre che non si acceda ad una diversa nozione di obbligazione, pur sostenuta da alcuni autori, tale per cui, a seguito della riforma, il *concetto tipologico di obbligazione* si sarebbe ampliato fino a comprendere tanto i titoli che garantiscono il rimborso del capitale, quanto quelli che partecipano al rischio del mancato rimborso. Si veda, in tal senso, MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 46; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813; anche se quest'ultimo sembra comunque ritenere necessaria, perché possa parlarsi di obbligazione, la presenza di un obbligo di rimborso. Nel senso che l'inapplicabilità della disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari che prevedono un rimborso pieno del capitale rappresenterebbe uno strumento di elusione dei vincoli imposti dall'art. 2412 all'emissione di obbligazioni, si veda AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1240; NOTARI M., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit.

³⁷⁹ Ancora GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 78ss; nello stesso senso, mi pare, NOTARI M., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit.. È stato inoltre notato (Si veda FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813; AUDINO A., *Commento sub art. 2411*, cit., p. 1235) che, poiché la disciplina generale delle obbligazioni è caratterizzata da regole che si giustificano in relazione alla natura di operazioni di massa, gli strumenti finanziari che dovrebbero ricadere nel campo di applicazione della norma sarebbero solo quelli emessi nell'ambito di operazioni di raccolta del capitale presso il pubblico, rispetto alle quali ciascuno strumento possa rappresentare una frazione unitaria. Resterebbero quindi escluse dalla disciplina delle obbligazioni le emissioni di strumenti finanziari effettuate nell'ambito di operazioni di finanziamento c.d. *private*.

disciplina delle obbligazioni a quelle fattispecie di strumenti finanziari aventi le caratteristiche e la funzione economica delle obbligazioni, ma che si differenziano dalle stesse vuoi per la denominazione vuoi per particolari diritti attribuiti agli stessi. Anzi, al contrario, proprio l'esistenza di una espressa indicazione delle caratteristiche che devono avere gli strumenti finanziari, cui è estesa la disciplina delle obbligazioni, porterebbe a far ritenere che la norma di cui all'articolo 2411, terzo comma, sia di carattere eccezionale e non passibile di applicazione analogica³⁸⁰.

Come è evidente tale impostazione porta con sé delle incongruenze in termini di applicazione concreta del tutto inaccettabili, in quanto si renderebbe applicabile la disciplina delle obbligazioni a strumenti finanziari che consentono di partecipare al rischio di impresa, mentre ne resterebbero esclusi quegli strumenti che, pur avendo causa di finanziamento assimilabile a quella obbligazionaria, si differenziano dall'obbligazione per essere dotati di diritti amministrativi o in virtù di una mera diversa denominazione³⁸¹.

Su un piano concreto è da notare che, pur volendo seguire tale ultima ottica di ragionamento, sussisterebbe comunque un limite posto all'emissione di strumenti finanziari – quantomeno per le società non quotate – da individuarsi in quello di cui all'articolo 11 t.u.b. contenente il divieto di raccolta del

³⁸⁰ GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 81, il quale nota efficacemente come da ciò discenderebbe una ulteriore conseguenza: l'intera disciplina in materia di obbligazioni non potrebbe essere applicata in via analogica a strumenti finanziari ibridi se non nei casi espressamente previsti dalla normativa.

³⁸¹ Così MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 461. Per evitare tali incongruenze alcuni autori si sono spinti a sostenere che la parificazione al regime delle obbligazioni riguardi tutti gli strumenti finanziari diversi dalle azioni; si veda in particolare FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 813 ss. Alla base di tale ricostruzione vi sarebbe anche l'idea per cui, da una parte, gli strumenti finanziari previsti dall'art. 2346 cod. civ. sarebbero titoli di debito (si veda LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, cit., p. 309 ss; SPADA, *C'era una volta la società...*, p. 8) e, dall'altra, la disciplina delle obbligazioni si presenterebbe come disciplina generale degli strumenti finanziari diversi dalle azioni (ancora FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, cit., p. 814).

risparmio tra il pubblico³⁸². Nell'ambito di tale complessa disposizione, il legislatore, nel disciplinare la non applicabilità del divieto alla raccolta effettuata per il tramite dell'emissione di strumenti finanziari, ha attribuito al CICR il potere di fissare limiti all'emissione degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico.

In realtà, come si dirà di seguito, in virtù dell'esercizio esteso del potere attribuito al CICR, la disciplina della raccolta del risparmio di cui all'articolo 11 t.u.b. e le relative disposizioni regolamentari applicative svolgono un ruolo centrale – forse al di là della stessa volontà del legislatore – nella individuazione di limiti all'emissione di strumenti finanziari.

In generale, la formulazione dell'articolo 11 t.u.b. è stata oggetto di modifica al fine di assicurarne il coordinamento delle disposizioni in esso contenute con le novità introdotte dalla riforma del diritto societario e, in particolare, con le disposizioni in materia di limiti all'emissione di obbligazioni e con le disposizioni che consentono l'emissione di strumenti finanziari³⁸³.

L'articolo 11 – anche come modificato dal D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 e dal D.Lgs. 6 febbraio 2004 n. 37 – vieta l'esercizio della raccolta del risparmio tra il pubblico ai soggetti diversi dalle banche, qualificando al contempo la raccolta del risparmio come *“l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma”*³⁸⁴.

³⁸² NOTARI M., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 556; l'A. citato peraltro sottolinea come tale limite non sia destinato ad operare laddove l'emissione di strumenti finanziari sia il mezzo per dare esecuzione a trattative personalizzate, ma solo laddove configuri una *attività di raccolta*. Come si dirà oltre nel testo, tale specificazione non risulta essere del tutto condivisibile.

³⁸³ PARRELLA L., *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Dir. Banca e Merc. Finanziario*, 2006, p. 69 ss.

³⁸⁴ Con riferimento alla disciplina della raccolta del risparmio si veda, in generale, COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001, p. 185; FERRO LUZZI P., *L'attività bancaria*, in FERRO LUZZI P. – CASTALDI G. (a cura di) *Commentario*, I, p. 238; TROIANO V., *Commento sub art. 11*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., 2001, p. 92ss; DESIDERIO G., *L'attività bancaria (Fattispecie ed evoluzione)*, 2004 e, dello stesso A., *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005. Le disposizioni in materia di riserva di raccolta tra

Per quanto di interesse ai fini del nostro discorso, i commi dell'articolo in parola rilevanti, sono il comma 4 e il comma 4-ter, entrambi oggetto di modifica nell'ambito del processo di coordinamento. Il comma 4 sancisce che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica *“alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari”*. Con tale norma il legislatore assolve alla funzione di *“raggruppare (...) i riferimenti alle diverse ipotesi nelle quali l'ordinamento nazionale supera la previsione di principio che riserva alle sole banche l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico”*³⁸⁵.

Al contempo l'art. 4-ter attribuisce al CICR³⁸⁶ il potere di fissare – se non disciplinati dalla legge – i limiti all'emissione degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni utilizzati per la raccolta tra il pubblico. È evidente che il potere attribuito al CICR aveva una portata limitata, suppletiva e integrativa delle disposizioni di legge. Infatti, per espressa previsione normativa, il potere stesso si sarebbe dovuto attivare solo in assenza di limiti normativi all'emissione di detti strumenti³⁸⁷.

Il CICR ha esercitato il potere ad esso riservato con la Deliberazione n. 1058 del 19 luglio 2005, successivamente modificata con deliberazione n. 241 del

il pubblico sono, naturalmente, funzionali alla riserva di attività bancaria posta dal legislatore del t.u.b. Su tale tema generale si veda, per tutti, CAPRIGLIONE F., *Commento sub art. 10*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., 2001 p. 80 e ss. Su funzioni, ratio e finalità della disciplina in parola in una prospettiva comunitaria, si veda, per tutti, SEPE M., *Divieto della raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti non bancari e le sue eccezioni nella normativa comunitaria*, in CAPRIGLIONE F., (a cura di), *Diritto Bancario Comunitario*, 2002, p. 60 ss.

³⁸⁵ Così, seppure con riferimento alla formulazione dell'articolo prima della riforma delle società di capitali, TROIANO V., *Commento sub art. 11*, cit., p. 103.

³⁸⁶ Sui poteri e funzioni del CICR nell'ambito della regolamentazione bancaria si veda SANGIORGIO G., *Le autorità creditizie e i loro poteri*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, n. 27, Roms 1992; PERASSI M., *Le autorità e i poteri di vigilanza nel testo unico*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 1995, I, p. 660; MERUSI F., *Commento sub art. 2*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., p. 9ss.

³⁸⁷ Cfr. PARRELLA L., *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, cit., p. 79; l'A. nota inoltre come tale nuova impostazione sia significativamente diversa da quella adottata con la previgente formulazione dell'articolo 11 laddove il CICR aveva, accanto ad un ruolo suppletivo, un ruolo derogatorio e in alcuni casi sostitutivo della legge stessa.

22 febbraio 2006 e proprio detta deliberazione si rivela essere un elemento cruciale ai fini dell'individuazione dei limiti all'emissione di strumenti finanziari.

Infatti, il CICR, dopo avere ribadito che è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, specifica che i tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono acquisiti.

La disposizione formulata dal CICR evoca in via immediata il contenuto dell'articolo 2411, laddove il legislatore codicistico ha esteso l'applicabilità della disciplina delle obbligazioni a quegli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società. Con un approccio analogo, anche se non coincidente con quello del legislatore codicistico³⁸⁸, il legislatore bancario ha fatto rientrare nel concetto di raccolta del risparmio – assoggettandoli alla relativa disciplina – tanto gli strumenti che prevedono il diritto al rimborso³⁸⁹ incondizionato del capitale, tanto quelli che contemplano una partecipazione al rischio di impresa,

³⁸⁸ Infatti, mentre il legislatore codicistico ha esteso agli strumenti finanziari dotati di un diritto condizionato al rimborso la disciplina delle obbligazioni in virtù di una espressa previsione normativa, il CICR ha raggiunto il medesimo scopo di assoggettare alla disciplina della raccolta del risparmio gli stessi strumenti assimilando questi ultimi alle obbligazioni a rimborso pieno. In altri termini il legislatore del codice sembra avere riconosciuto l'alterità degli strumenti a rimborso condizionato rispetto alle obbligazioni, ma li ha assoggettati alla medesima disciplina in virtù di una scelta di politica legislativa, mentre il CICR, con percorso inverso, ha disconosciuto tale alterità e, riconducendo gli strumenti al tipo obbligazionario, li ha assoggettati alla disciplina della raccolta del risparmio.

³⁸⁹ Sulle caratteristiche del diritto al rimborso del capitale rilevante ai fini dell'applicazione dell'articolo 11 t.u.b., si veda CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2007, p. 240, ove ulteriori riferimenti. In particolare, nel sistema pre-riforma la dottrina prevalente individuava, come elemento caratterizzante della raccolta la realizzazione di un'attività negoziale che desse al risparmiatore “il diritto alla restituzione di una quantità di mezzi monetari pari a quella dal medesimo consegnata” (COSTI R., *L'ordinamento bancario*, 2001, p. 186) e che quindi prevedesse un “impegno negoziale alla restituzione” come elemento caratterizzante della fattispecie (TROIANO V., *La disciplina della raccolta del risparmio del d.lgs. n. 481 del 14 dicembre 1992*, in CAPRIGLIONE F., (a cura di), *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, 1993, p. 205).

prevedendo un diritto al rimborso condizionato all'andamento economico della società³⁹⁰. Mentre, naturalmente, l'assenza di un obbligo di rimborso fa venire meno i presupposti per l'applicazione della disciplina della raccolta del risparmio³⁹¹.

Se si ha riguardo poi alle ulteriori previsioni contenute nell'articolo 1 della Deliberazione si evidenzia come il CICR abbia inteso ampliare al massimo il concetto di raccolta precisando che l'obbligo di rimborso può sussistere anche qualora sia incerto nell'*an* e nel *quantum*³⁹².

Il CICR fornisce poi una definizione di “strumenti finanziari di raccolta” nell'ambito della quale sono accomunati tutti gli strumenti finanziari che contengono un obbligo di rimborso (anche condizionato all'andamento economico della società), le obbligazioni e i titoli di debito.

Dispone, infine, che le società per azioni possono effettuare emissioni di “strumenti finanziari di raccolta” entro il limite complessivo previsto dall'articolo 2412 cod. civ.³⁹³.

Come è evidente, le disposizioni primarie e secondarie appena menzionate assumono grande rilevanza nel contesto della ricerca di limiti quantitativi

³⁹⁰ Cfr. Art. 1 comma 2 della citata Deliberazione n. 1058 del 19 luglio 2006. In senso opposto, cioè nel senso che sia dubbia la possibilità di considerare la fattispecie degli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società come assoggettata alla disciplina di cui all'articolo 11, si veda ALBANO M., *Commento sub art. 11*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, p. 22; COLAVOLPE A., *Il decreto di coordinamento del Testo unico bancario con la riforma: un primo commento*, in *Le Società*, n. 8, 2004, p. 1031.

³⁹¹ CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, cit., p. 241.

³⁹² Così PARRELLA L., *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, cit., p. 80, con riferimento al comma 3 dell'articolo 1 laddove il CICR dispone che “l'obbligo di rimborso, anche se escluso o non esplicitamente previsto, si considera sussistente nei casi in cui esso sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con l'operazione”, e al comma 4 laddove specifica che “non costituisce rimborso la partecipazione a una quota degli utili netti o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa”.

³⁹³ Il CICR ha inoltre specificato che si applicano le medesime deroghe previste dalla disciplina contenuta nell'art. 2412. Sull'interpretazione del combinato disposto degli articoli 1 e 3 della citata Deliberazione si veda GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 123.

all'emissione³⁹⁴. Infatti, partendo dalla delega e seguendo la via regolamentare, le disposizioni in parola introducono un limite all'emissione di strumenti finanziari dotati di diritto al rimborso del capitale (sia pieno che condizionato). E ancora, dispongono che il limite di cui all'articolo 2412 non si applica separatamente agli strumenti finanziari e alle obbligazioni, ma diventa un limite complessivo all'emissione, da parte della società per azioni, di obbligazioni e strumenti finanziari dotati di diritto al rimborso.

Sono quindi da ritenersi superati i dubbi sopra manifestati circa l'applicabilità dei limiti previsti dall'articolo 2412 a quegli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, che prevedono un diritto al rimborso incondizionato del capitale apportato, ma non rispettano i requisiti di cui all'articolo 2411, ultimo comma. Infatti, il limite posto dall'articolo 2412 si applicherà a tali strumenti, non già in via analogica, ma in via diretta in virtù delle disposizioni contenute nell'art. 11 del t.u.b. e delle relative disposizioni applicative.

È da rilevare che le disposizioni contenute nella delibera CICR sembrano eccedere quello che era lo scopo della delega legislativa. Infatti, l'attuale formulazione dei limiti posti all'emissione di obbligazioni trascende ogni considerazione circa il carattere pubblico o privato della raccolta. In altri termini, il CICR non si è limitato a definire i limiti alla raccolta pubblica da parte delle società per azioni, ma ha posto un limite assoluto, forse trascendendo il ruolo attribuitogli dal legislatore.

Nell'ottica sopra descritta, quindi, le disposizioni in tema di limiti all'emissione proprie della disciplina di settore bancaria si innestano sulle disposizioni in tema di limiti all'emissione di stampo codicistico completando le stesse, integrandole.

Seppure non è questa la sede appropriata, qualche considerazione ulteriore

³⁹⁴ Sulla rilevanza della normativa di settore al fine di risolvere la questione circa l'individuazione di limiti all'emissione di veda, MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 473.

meriterebbe di essere fatta su quelle che sembrano essere le due diverse *ratio* delle disposizioni civilistiche e delle disposizioni di settore in materia di limiti all'emissione. Infatti, seppure il risultato pratico ottenuto dai due gruppi di disposizioni è il medesimo, l'allocazione delle disposizioni limitative nell'ambito della normativa civilistica o nell'ambito della disciplina di settore bancaria sembra confermare l'esistenza di finalità e *ratio* legislative diverse. A seguito della riforma sembra infatti confermata³⁹⁵ la finalità delle disposizioni del codice di assicurare una equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti, mentre risulterebbe superata la visione degli stessi come forme di garanzia a tutela degli obbligazionisti e, in ultima analisi, del risparmio³⁹⁶.

³⁹⁵ In tal senso, BARTALENA A., *Le nuove obbligazioni*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2005, p. 551. In senso parzialmente diverso SARALE M., *Commento sub artt. 2412-2413*, cit., p. 1264, la quale ritiene che la soluzione adottata dal legislatore della riforma sembra ancora tradire un “*non completo abbandono dell'impostazione*” che vede nel parametro quantitativo una tutela delle ragioni dei creditori.

³⁹⁶ Si veda sul punto, GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 87, il quale cita sul punto la Relazione di accompagnamento al Decreto Legislativo n. 6 del 2003, laddove la stessa indica che, con i nuovi limiti all'emissione, “*si è in presenza di una tecnica diretta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio, e dunque di un principio sistematicamente analogo al limite di emissione di azioni di risparmio e privilegiate*”. Sulla *ratio* dei limiti all'emissione nel sistema *post-riforma*, cfr., tra i tanti, LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., 530ss.; PANTÈ F.G. – QUATRARO G., *Azioni obbligazioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004, p. 231; BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2412*, cit., p. 940; AUDINO A., *Commento sub art. 2412*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 1243; CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni*, Tomo IV, *Delle Obbligazioni*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 2000, p. 94. Nello stesso senso, con riferimento alla *ratio* dei limiti all'emissione di obbligazioni prima della riforma, si veda, per tutti, CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, cit., p.397; FERRO LUZZI P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, cit., p. 217; FERRI G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, 1985, p. 504; NICCOLINI G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1988, I, p. 431; CARBONETTI F., *Emissione di obbligazioni indicizzate e limite del capitale sociale*, in *Riv. Soc.*, 1984, p. 28; VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, cit., p. 259ss. In senso contrario, cioè nel senso della qualificazione dei limiti all'emissione come garanzia di adeguata copertura patrimoniale del prestito si veda, tra gli altri, DE FERRA G., *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, cit., p. 14; MIGNOLI A., *Il capitale «versato e esistente» come limite all'emissione di obbligazioni*, cit., p. 177; PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, p. 108; COTTINO G., *Diritto commerciale*, cit., p. 598; SALAFIA V., *La garanzia per l'emissione di prestito obbligazionario eccedente il limite del capitale*, cit., p. 873.

La tutela del risparmio e della posizione dei creditori sembra essere – accanto alla strumentalità rispetto alla tutela della riserva di attività bancaria³⁹⁷ – la finalità perseguita con le disposizioni dettate dal legislatore del t.u.b. e, soprattutto, dal regolatore secondario³⁹⁸.

3.3 I limiti quantitativi all'emissione di strumenti quasi equity. La ricaduta dell'applicazione del principio della correlazione tra rischio e potere. Applicabilità delle previsioni in materia di azioni speciali

Quanto detto nel precedente paragrafo non esaurisce tuttavia il tema dei limiti all'emissione di strumenti finanziari. Infatti, come sopra rilevato, i limiti posti dagli articoli 2411 e 2412 del codice civile, come integrati dalla normativa di settore bancaria, non si applicano alla generalità degli strumenti finanziari, ma solo a quegli strumenti finanziari dotati di un diritto al rimborso del capitale apportato³⁹⁹.

Gli strumenti finanziari che ricadono nel campo di applicazione dei limiti

³⁹⁷ SEPE M., *Divieto della raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti non bancari e le sue eccezioni nella normativa comunitaria*, cit., p. 61, il quale si esprime nel senso di invidiare nella riserva di raccolta del risparmio una “*tutela anticipatoria*” rispetto all’attività bancaria. Proprio in ragione del perseguimento della finalità di tutela della riserva di attività bancaria, il legislatore (cfr. art. 4-*quater* del t.u.b.) ha delegato al CICR il potere di stabilire, anche il deroga a quanto previsto dal codice civile, limiti per la raccolta effettuata da soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti. È da notare che il CICR – derogando alle disposizioni codicistiche in maniera restrittiva – ha esercitato tale delega fissando il limite complessivo all'emissione di strumenti finanziari di raccolta nella somma non eccedente il capitale sociale, la riserva legale e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite è aumentato fino al doppio, qualora l'intermediario finanziario sia iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 t.u.b. e può essere ulteriormente elevato fino al quintuplo ove le predette società siano quotate e gli strumenti finanziari di raccolta siano anch'essi destinati alla quotazione.

³⁹⁸ Si veda, sul punto, SEPE M., *Divieto della raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti non bancari e le sue eccezioni nella normativa comunitaria*, cit., p. 60 ss, il quale individua come ragioni giustificative della previsione di una riserva di attività, la tutela dei singoli risparmiatori, le esigenze di trasparenza e concorrenzialità nel mercato del credito e la peculiarità degli intermediari bancari e finanziari.

³⁹⁹ Una conferma implicita in tal senso la si trova nella stessa Relazione di accompagnamento al D. Lgs. 37/2004 laddove, nel commentare la nuova formulazione dell'articolo 11, comma 4-*bis*, si afferma che tale formulazione corrisponde alla “*necessità di affidare al CICR la determinazione dei criteri in base ai quali individuare, nell'ambito degli strumenti finanziari, quelli che implicano l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso*”.

all'emissione previsti dagli articoli 2411 e 2412 e dall'articolo 11 t.u.b., infatti, non esauriscono il novero di strumenti finanziari emettibili dalla società per azioni. Ne restano, ad esempio, tutti quegli strumenti finanziari che non danno luogo ad una raccolta di fondi rimborsabili⁴⁰⁰ e, tra questi, – come espressamente indicato dalla summenzionata Deliberazione del CICR n. 1058 del 19 luglio 2005 – gli strumenti finanziari che attribuiscono una partecipazione a una quota degli utili netti o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa⁴⁰¹.

In assenza di limiti espressi, dovrebbe quindi ammettersi la possibilità di emettere senza limiti gli strumenti finanziari c.d. *quasi-equity*⁴⁰².

Tuttavia, come sopra notato, i limiti quantitativi all'emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni ordinarie (azioni a voto limitato, così come i limiti alle obbligazioni) sembrano essere volti ad assicurare una equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti ed altri finanziatori della società⁴⁰³.

Tale impostazione che, come detto, trova conferma nella Relazione di accompagnamento al Decreto Legislativo n. 6 del 2003 – laddove la stessa indica che i nuovi limiti all'emissione applicano un “*principio sistematicamente analogo al limite di emissione di azioni di risparmio e privilegiate*” – sembrerebbe dover portare ad affermare che, quantomeno in via di principio, anche l'emissione di strumenti *quasi-equity* dovrebbe essere assoggettata a limiti quantitativi.

In assenza di limiti espressi, ma volendo assecondare l'impostazione sopra

⁴⁰⁰ MIOLA M., *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, cit., p. 472.

⁴⁰¹ La citata deliberazione affronta tale ipotesi al fine di confermare che la stessa non può costituire in alcun caso una ipotesi di rimborso.

⁴⁰² Si esprime in questo senso, tra gli altri, SEPE M., in *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 95; e in *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 288.

⁴⁰³ Si vedano riferimenti *sub* nota 319.

descritta, ci si è domandati se si possa individuare un qualche limite applicabile, seppure in via analogica, all'emissione di strumenti finanziari *quasi-equity*. In particolare, si è valutata la possibilità di ritenere applicabile il limite del 50% del capitale sociale previsto dall'articolo 2351, comma 2, per le azioni a voto limitato o condizionato, come limite quantitativo all'emissione di strumenti finanziari *quasi-equity*⁴⁰⁴.

La funzione del limite di cui all'articolo 2351, comma 2, è stata individuata nell'assicurare, almeno in via tendenziale, il principio generale della correlazione tra rischio e potere evitando che una minoranza di soci possa giovare di una situazione di controllo, riducendo il concorso degli altri componenti la compagine sociale a mero contributo patrimoniale⁴⁰⁵.

Seppure pare di potersi condividere la critica circa la mancata introduzione di un limite espresso da parte del legislatore⁴⁰⁶, pare dubbia l'ipotesi di ammettere una estensione analogica della portata della norma contenuta nell'articolo 2351, comma 2 al punto di includere, nel campo di applicazione della stessa, anche gli strumenti finanziari *quasi-equity*.

Chi ha sostenuto l'applicabilità del limite previsto dall'articolo 2351, comma 2, ad alcune tipologie di strumenti finanziari, non ha mancato di sottolineare che tale limite sarebbe da applicarsi ai soli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, mentre non sarebbe applicabile agli strumenti finanziari sforniti di tali diritti⁴⁰⁷. Tuttavia, proprio in un'ottica di applicazione analogica, l'impostazione adottata dall'articolo 2351 rispetto alle categorie di azioni appare essere diversa da quella sopra indicata.

Infatti, l'articolo 2351 pone un limite quantitativo proprio all'emissione di azioni sfornite del diritto di voto o, comunque, a voto limitato o condizionato,

⁴⁰⁴ Cfr. LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 535ss.

⁴⁰⁵ Cfr. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, cit., p. 306; SANTORO, sub 2351, cit., p. 148;

⁴⁰⁶ La critica è di LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 535ss.

⁴⁰⁷ Ancora LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., p. 535ss.

al fine di limitare la possibilità che gli azionisti ordinari facciano eccessivo ricorso all'emissione di azioni a voto limitato e usufruiscano di un potere scollegato dall'effettivo rischio sopportato dagli stessi. In tale ottica, dunque, potrebbe essere assoggetta analogicamente al limite previsto dall'articolo 2351 l'emissione di strumenti finanziari sforniti dei diritti indicati all'articolo 2351, ultimo comma, mentre qualche ulteriore dubbio solleverebbe l'applicazione analogica di tale limite all'emissione di strumenti finanziari forniti di tutti i diritti ad essi, in astratto, attribuibili.

Alla luce di quanto sopra, non sembra comunque possa affermarsi con certezza la similitudine dei casi che, ai sensi dell'articolo 12 delle Disposizioni sulla legge in generale, giustificherebbe l'applicazione analogica della disposizione contenuta nell'articolo 2351 alle emissioni di strumenti finanziari. Su un piano fattuale, tuttavia, resta fermo che il dubbio che la norma in questione possa essere applicata analogicamente anche all'emissione di strumenti finanziari potrà essere di disincentivo all'emissione degli stessi oltre detti limiti.

CAPITOLO 3 – L’IMPATTO DELLA DISCIPLINA DEGLI STRUMENTI IBRIDI PARTECIPATIVI SUL RAPPORTO DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELLE BANCHE

Una volta che si è tentato di valutare, su un piano generale, l’estensione della fattispecie introdotta dalla nuova disciplina societaria e la *forza* della stessa nell’ambito dell’ordinamento generale, in ossequio al piano del lavoro delineato, si intende adesso valutare l’impatto di detta fattispecie sulla disciplina della partecipazione al capitale delle banche.

La disciplina di settore bancaria regola la partecipazione al capitale delle banche in maniera piuttosto pregnante. Come rilevato dalla stessa Banca d’Italia, tale regolamentazione di settore (i) persegue in via generale l’obiettivo di evitare che gli azionisti rilevanti possano esercitare loro poteri in pregiudizio della gestione sana e prudente della banca, (ii) vuole assicurare il rispetto del principio di separatezza banca-industria tale per cui soggetti che svolgono “in misura rilevante” attività di impresa in settori non bancari né finanziari non possono essere autorizzati ad acquisire partecipazioni superiori al 15% del capitale di una banca o di una capogruppo o, comunque, il controllo (iii) prevede che i soggetti che possono influire sulla gestione delle banche, in virtù del possesso di quote significative del capitale sociale, debbano possedere requisiti di onorabilità. Più in generale, la Banca d’Italia è tenuta a valutare la qualità dei soggetti che intendono detenere partecipazioni rilevanti nelle banche “*sulla base di criteri generali che fanno riferimento alla correttezza nelle relazioni di affari e alla affidabilità della situazione finanziaria dei richiedenti*”⁴⁰⁸.

Come già sottolineato nella prima parte del lavoro, con l’introduzione della fattispecie *strumenti finanziari* si è verificato, nel nostro sistema, un profondo mutamento del concetto di partecipazione sociale e della concezione

⁴⁰⁸ Cfr Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Titolo II, Capitolo 1.

organizzatoria dei rapporti interni dell'impresa. Alla luce di tali considerazioni e degli obiettivi della disciplina degli assetti proprietari delle banche, è evidente come tutto ciò abbia un significativo impatto sulla disciplina di settore, seppure nel rispetto delle peculiarità del regime disciplinare finalizzato alla tutela degli interessi pubblicistici che vengono in rilievo nell'esercizio dell'attività bancaria⁴⁰⁹.

1. La funzione delle regole sulla partecipazione al capitale delle banche. La disciplina delle partecipazioni bancarie: quadro normativo di riferimento, ratio e finalità prudenziali della disciplina.

È noto che la disciplina di settore bancaria preveda un sistema di acquisizione di informazione e di autorizzazioni per l'acquisto di partecipazioni al capitale delle banche e delle società finanziarie capogruppo; in tale contesto il potere autorizzativo della Banca d'Italia è volto, per grandi linee, ad evitare che gli azionisti rilevanti esercitino i loro diritti, previsti dall'ordinamento, in pregiudizio della sana e prudente gestione della banca partecipata⁴¹⁰.

Attingendo alla sintetica ricostruzione proposta da autorevolissima dottrina⁴¹¹, i quattro principi cardine su cui si fonda l'attuale disciplina delle partecipazioni bancarie possono essere riassunti come segue:

- (a) trasparenza degli assetti proprietari e delle posizioni di potere dei principali azionisti;
- (b) previsione di requisiti di onorabilità per i possessori di partecipazioni qualificate;
- (c) assoggettamento ad autorizzazione amministrativa dell'acquisizione e

⁴⁰⁹ Cfr. CAPRIGLIONE F., *Applicabilità del nuovo diritto societario agli intermediari bancari e finanziari. Problemi e prospettive*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 2ss.

⁴¹⁰ SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, cit, p. 85.

⁴¹¹ CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1994, p. 285 e ss.

dell'incremento di partecipazioni qualificate;

- (d) divieto per i soggetti che svolgono attività non bancaria e finanziaria di acquisire il controllo o di influenzare in maniera rilevante la società bancaria;

I principi menzionati *sub* (b), (c) e (d) sono tutti funzionali ad assicurare, tramite una verifica della qualità dei soggetti dotati di poteri di influenza sulle scelte sociali, la sana e prudente gestione della banca. Il principio enunciato *sub* (a) sarebbe invece funzionale al rispetto degli altri tre, consentendo di individuare i soggetti (dotati di potere) su cui tale controllo deve essere effettuato⁴¹².

Tali regole, che hanno trovato una ricostruzione sistematica nel t.u.b., sono l'evoluzione della disciplina della partecipazione al capitale degli enti creditizi che vide la luce con la legge sulla concorrenza (l. 10 ottobre 1990, n. 287) per poi essere modificata, in esecuzione della delega contenuta nella legge comunitaria per il 1991 (l. 19 febbraio 1992, n. 142), con il d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481 e, infine, dal t.u.b.⁴¹³

⁴¹² CAMPOBASSO G.F., *Ibidem*, p. 285.

⁴¹³ Per una ricostruzione completa della disciplina nell'evoluzione storica e una analisi comparativa tra i diversi impianti succedutisi nel tempo si veda BRESCIA MORRA C., *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Milano, 2000, p. 21 e ss. Naturalmente, la 287/1990 non è, in assoluto, la prima legge ad intervenire sugli assetti proprietari delle banche. Prima di essa erano gli articoli 9 e 10 della legge 4 giugno 1985, n. 281, che imponevano obblighi di comunicazione all'autorità di vigilanza e alla società partecipata, in capo ai titolari di partecipazioni superiori al 2%, e il D.P.R. 350/1985, che prevedeva l'obbligo del rispetto, da parte dei titolari delle partecipazioni sopra menzionate, di specifici requisiti di onorabilità. Ma tali disposizioni non contenevano limiti all'accesso al capitale delle banche. Tali limiti sono stati posti su un piano normativo, per la prima volta, con la l. 287/1990 e, prima di allora, erano stati posti, a livello amministrativo, con la tanto discussa Deliberazione CICR del 20 marzo 1987 in cui si presumeva l'esistenza, nel sistema italiano di un principio di separatezza banca-industria (Cfr. sul punto COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995, p. 117). In realtà come correttamente rilevato da GUACCERO A., *La partecipazione del socio industriale nella società per azioni bancaria*, Milano, 1997, p. 10, tale apparente ritardo del legislatore italiano nell'intervenire su tale delicata questione era determinato dalla circostanza storica che il tendenziale stato di liquidità del comparto industriale italiano insieme all'accentramento in mani pubbliche della proprietà della grande maggioranza delle banche non rendeva visibile una esigenza di regolamentazione della materia. Nello stesso senso,

1.1 Il principio di separatezza banca-industria

Con l'articolo 27 della legge 287/1990 si prevedeva l'autorizzazione per le acquisizioni di partecipazioni superiori al 5% del capitale o comunque comportanti il controllo di banche, nonché il divieto a soggetti diversi da banche e società finanziarie di acquistare partecipazioni di controllo o comunque superiori al 15% del capitale⁴¹⁴. La finalità di tali norme era individuata nella tutela dei depositanti e nell'indipendenza della banca⁴¹⁵.

Con le disposizioni inserite nella legge antitrust è stato, dunque, introdotto nel nostro ordinamento, a livello di normativa primaria, un controllo amministrativo sulla partecipazione al capitale delle banche ed è stato dato pieno riconoscimento, almeno in linea tendenziale⁴¹⁶, al principio di

COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995, p. 116; CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1994, p. 287; BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed, p. 159.

⁴¹⁴ Per un commento alla disciplina delle partecipazioni al capitale delle banche inserita nella legge sulla concorrenza si vedano, tra gli altri, BELLÌ F – SANTORO V., *Il titolo quinto della legge antitrust: norme in materia di partecipazione al capitale degli enti creditizi*, in *Dir. Banc.*, I, 1992, p. 287ss; POPOLI A. – TOLINO C., *Banca e Industria*, in RAZZANTE R. – LACAITA L., *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, Torino, 2006, p. 138 e ss.; MARCHETTI P., *Appunti sul regime transitorio delle partecipazioni al capitale di enti di credito*, in *Banca Borsa e Tit. di Cred.*, I, 1991, p. 397 e ss.; RAGUSA MAGGIORE, *Le banche e la legge 10 ottobre 1990, n. 287*, in *Dir. Fall.*, I, 1991, p. 5 e ss.; MOTTI C., *Nuove norme in tema di partecipazioni al capitale di enti creditizi*, in AA. VV., *Diritto antitrust italiano*, a cura di FRIGNANI, PARDOLESI, PATRONI GRIFFI, UBERTAZZI, II, 1993, p. 1406 ss. Come sintetizzato con invidiabile chiarezza da CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1994, 289, gli articoli in questione avevano disegnato un sistema fortemente legificato e non privo di ambiguità interpretative incentrato su (a) un obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia di partecipazioni superiori all'1%, (b) una necessaria autorizzazione della Banca d'Italia di partecipazioni superiori all'5% (e delle successive variazioni, in aumento e diminuzione) di importo superiore al 2% e (c) divieto per i soggetti diversi dagli enti crediti e finanziari di acquistare partecipazioni di controllo o superiori al 15%.

⁴¹⁵ BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 160.

⁴¹⁶ Secondo alcuni autori (cfr. BELLÌ F – SANTORO V., *Il titolo quinto della legge antitrust: norme in materia di partecipazione al capitale degli enti creditizi*, cit., p. 288 e, di recente, in senso adesivo, ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 73) la separatezza tra banca e industria non rappresentava, nel sistema delineato dalla legge 287/1990, un principio

separatezza banca industria attraverso la citata preclusione a soggetti industriali di acquisire il controllo o comunque partecipazioni rilevanti in banche⁴¹⁷.

I motivi e l'opportunità di tale divieto – che vuole, in via immediata impedire che una banca diventi sezione bancaria di un complesso industriale – sembrano consistere nel fatto che in una situazione di controllo industriale la banca perderebbe la propria capacità di valutare il merito di credito del soggetto finanziato e non potrebbe, in un'ottica macroeconomica, svolgere la propria funzione di efficienza allocativa del risparmio⁴¹⁸. Valutando le finalità

assoluto, quanto piuttosto una linea di condotta tendenziale e, per questo, parzialmente elastica e manovrabile. A conferma di tale impostazione si menzionava la possibilità, nell'ambito di quel regime, di procedere alla costituzione di un ente creditizio ad iniziativa industriale a patto che le singole autorizzazioni restassero al di sotto della soglia rilevante e i partecipanti non si raggruppavano in sindacati. Tuttavia, come felicemente notato da CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 289, proprio la norma in tema di controllo congiunto da sindacati rendeva drasticamente preclusa l'assunzione di partecipazioni influenti da parte di imprese industriali. Infatti, stante il divieto di acquisto del controllo anche congiunto restava preclusa la possibilità per i soci industriali di influenzare la gestione della banca.

⁴¹⁷ È da notare con particolare interesse che, a differenza della tematica della partecipazione al capitale delle banche, che si pone all'attenzione del legislatore solo pochi decenni or sono, l'aspetto delle partecipazioni delle banche in società non finanziarie si pone sin dalla fine del diciannovesimo secolo e dà vita ai primi interventi regolatori agli inizi del secolo scorso (cfr. CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia 1894-1906i*, I, 1974, p. 8 e ss). Un primo intervento regolatorio, seppure del tutto inadeguato, si registra nel 1926 nell'ambito della legge bancaria, con cui si imponevano al credito mobiliare i limiti propri di ogni forma di impiego (COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, cit., p. 119). Tali limiti, come noto, non impedivano il coinvolgimento, nella crisi degli anni novecentotrenta delle principali banche italiane. Con la legge bancaria del 1936, invece, seppure non si vietava alle imprese bancarie di assumere partecipazioni in società industriali, si prevedeva una autorizzazione amministrativa all'acquisto di dette partecipazioni e si attribuiva quindi alla Banca d'Italia lo strumento per controllare gli investimenti azionari delle imprese di credito e, indirettamente, la liquidità degli investimenti delle banche stesse (COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, cit., p. 119; CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 289). In punto di applicazione le autorità creditizie imposero la separatezza banca-industria vietando (con le note eccezioni per gli istituti di credito, tra cui l'IMI) l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali (COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, cit., p. 120).

⁴¹⁸ CIOCCA, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino 2000, p. 95; COSTI R., *Banca e Industria*, cit., p. 118; MARCHETTI P., *Banche, intermediari finanziari e partecipazioni*, in AA. VV., *Diritto della banca e del mercato finanziario, Volume 1 – I Soggetti*, 2000, p. 153; PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003, p. 441.

sottese a tali norme da altra prospettiva, si potrebbe inoltre affermare che, tramite il controllo industriale, la banca vedrebbe messa in discussione la sana e prudente gestione ovvero che la stessa sarebbe portata ad operare in conflitto di interessi⁴¹⁹.

Il principio di separatezza banca-industria è stato oggetto di ampio dibattito nel nostro sistema in occasione del recepimento della Seconda direttiva di coordinamento in materia bancaria⁴²⁰, in quanto esso era considerato un elemento di discriminazione delle banche italiane nel contesto del mercato comunitario⁴²¹. La direttiva comunitaria prevedeva il potere delle autorità di vigilanza nazionali di vietare l'acquisizione di partecipazioni superiori a determinate soglie qualora la *qualità* dei soggetti acquirenti non fosse stata tale da soddisfare le esigenze di una gestione sana e prudente della banca⁴²². Così, taluni hanno cercato rinvenire nuova legittimazione del principio nella direttiva⁴²³, mentre altri ne hanno messo in dubbio la legittimità⁴²⁴.

⁴¹⁹ COSTI R., *Banca e Industria*, p. 118. Ancora, su un piano generale, è stato sostenuto che tale principio poggia sulla volontà di evitare una pericolosa commistione di interessi tra chi concede il credito e tra chi al credito fa normalmente ricorso (da ultimo, sul punto, si veda (SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, Milano, 2004, p. 40).

⁴²⁰ Cfr. BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 164.

⁴²¹ Cfr. in tal senso NUZZO, *La separatezza tra banca e industria*, in AA.VV., *La nuova disciplina bancaria*, a cura di MORENA – NUZZO, 1996, p. 142 il quale dubita della coerenza del principio di separatezza con le previsioni della normativa comunitaria. Tuttavia, in senso diverso si veda ANTONUCCI A., *Assetti proprietari*, in *Diritto bancario comunitario*, a cura di ALPA G. e CAPRIGLIONE F., Torino, 2002, p. 119, la quale ritiene che la garanzia di compatibilità con l'ordinamento comunitario sia fornita dall'indeterminatezza del criterio. Sulla compatibilità con la disciplina comunitaria appare convincente la posizione di CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 302, il quale notava come la “più rigida opzione italiana” doveva ritenersi compatibile con la disciplina comunitaria in quanto quest'ultima consentiva espressamente agli Stati membri di adottare disposizioni più severe di quelle adottate dagli articoli 5 e 11 della direttiva.

⁴²² CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 302, il quale notava come invece fosse del tutto estranea alla direttiva comunitaria una discriminazione a priori basata sulla natura dell'attività imprenditoriale dei partecipanti.

⁴²³ Argomentazioni in tal senso sono state riprese di recente da PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., la quale, pur ricordando che il problema della separatezza banca-industria non è affrontato esplicitamente dalla seconda direttiva in materia di banche, rileva l'importanza delle indicazioni fornite da tale disposizione attraverso il sistema di controlli all'acquisto delle partecipazioni bancarie introdotto dalla stessa.

Così, seppure appare indubbio che il testo della direttiva “*non consente di ricondurre all'intentio del legislatore comunitario la formulazione di una disciplina della separatezza*”⁴²⁵, il legislatore del testo unico ha inteso confermare, seppure in maniera attenuata, il divieto per i soggetti industriali di acquisire posizioni dominanti nel capitale delle banche⁴²⁶.

Una pluralità di interventi sull'impianto originario della legge *antitrust* hanno contribuito ad attenuare l'effettiva portata del divieto⁴²⁷; infatti, nella formulazione del t.u.b. il divieto opera esclusivamente per i soggetti qualificabili come imprenditori⁴²⁸ ed è circoscritto ai soggetti esercenti attività di impresa in ambito non bancario e non finanziario in *misura rilevante*⁴²⁹. Ma ciò che più ha attenuato la portata dei vincoli più stringenti (posti dalla previgente normativa) è stata la revisione sostanziale della nozione di controllo societario rilevante ai fini della disciplina: è venuta meno, infatti, la fattispecie del c.d. controllo congiunto da sindacato (ancora vigente in campo

⁴²⁴ Per una analisi compiuta si veda BELLI F., *Direttive CEE e riforma del credito*, Milano, 1993, p. 28 e ss. Per una analisi del principio di separatezza alla luce della seconda direttiva si veda GUACCERO A., *La partecipazione del socio industriale nella società per azioni bancaria*, Milano, 1997. Come notato, su un piano fattuale, da CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 302, la scelta di vietare in maniera tassativa l'acquisizione del controllo delle banche da parte di soggetti non finanziari non trova alcun riscontro nei principali paesi CEE, sia prima che dopo l'attuazione della seconda direttiva.

⁴²⁵ Così CAPRIGLIONE F., *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria, Prime riflessioni*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, Bari, 1993, p. 43; nello stesso senso CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 302; COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995, p. 115.

⁴²⁶ Cfr. BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 164; nello stesso senso PATRONI GRIFFI A., *Commento sub art. 19*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I, p. 302.

⁴²⁷ Cfr. CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 303; BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 164; PATRONI GRIFFI A., *Commento sub art. 19*, cit., p. 302.

⁴²⁸ Nota infatti BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 164, che dalla formulazione originaria che faceva generico riferimento ai “soggetti diversi” poteva discendere un assoggettamento di tutte le persone fisiche a un divieto che doveva riguardare esclusivamente gli operatori di uno specifico settore economico.

⁴²⁹ CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 303. La determinazione della “rilevanza” dell'attività non bancaria è determinata dalle Istruzioni di Vigilanza per le Banche conformemente ai criteri fissati dal CICR (ora con la delibera del 19 luglio 2005). Si vedano le Istruzioni, Tit. II, Cap. IV, Sez. II.

antitrust), in base al quale erano considerati co-controllanti tutti gli aderenti ad un patto di sindacato, a prescindere dalle partecipazioni detenute, quando la partecipazione complessiva dei *pattisti* fosse superiore al 25% del capitale delle società chiuse o al 10% delle società quotate⁴³⁰.

Alla luce delle modifiche introdotte il principio di separatezza è risultato sostanzialmente modificato. Di tal che, nel caso in cui il controllo di una società non finanziaria sia riconducibile ad un solo soggetto (ovvero un solo soggetto detenga una partecipazione superiore al 15%) l'ordinamento – effettuando una valutazione di conflitto di interesse e di pericolosità per la sana e prudente gestione della banca, che non ammette prova contraria – interviene per vietare il verificarsi della fattispecie. Diversamente nel caso in cui una pluralità di soggetti industriali detengano, per il tramite di un patto di sindacato, il controllo di una banca, è rimessa alla Banca d'Italia la valutazione circa la compatibilità di tale situazione azionaria con la sana e prudente gestione della banca controllata⁴³¹.

⁴³⁰ CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 303; BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 164, la quale ricorda di come la soluzione radicale adottata dal legislatore del 1990 aveva attirato numerose critiche per l'eccessiva rigidità. Si veda, su tale ultimo punto, FERRO LUZZI P. – MARCHETTI P., *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Quaderni di ricerca giuridica* della Consulenza legale della Banca d'Italia, n. 31, 1993, p. 30 e ss; PATRONI GRIFFI A., *Nuove norme in materia di partecipazione al capitale di enti creditizi*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di FRIGNANI A., PARDOLESI R., PATRONI GRIFFI A., UMBERTAZZI L.C., II, Bologna, 1993, p. 1394; LAMANDINI M., *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. Comm.*, I, 1993, p. 229; CARIELLO V., *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997, p. 197 e ss. Naturalmente il controllo sui patti di sindacato tra soci non industriali non è divenuto totalmente ininfluenza al fine del rilascio dell'autorizzazione. Dispone il comma 7 dell'articolo 19 che “La Banca d'Italia nega o revoca l'autorizzazione in presenza di accordi, in qualsiasi forma conclusi, da cui derivi durevolmente, in capo ai soggetti indicati nel comma 6 [i soggetti operanti in settori non bancari e non finanziari], una rilevante concentrazione di potere per la nomina o la revoca della maggioranza degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza della banca, tale da pregiudicare la gestione sana e prudente della banca stessa”.

⁴³¹ BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 165. Appare di interesse l'interpretazione suggerita da PATRONI GRIFFI A., *Commento all'art. 19*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I, p. 305, per il quale, con l'adozione del t.u.b., si configura una sorta di inversione dell'onere della prova, tale per cui spetta alla Banca d'Italia accertare, al fine di negare l'autorizzazione, che per effetto di

1.2 Il controllo qualitativo dei partecipanti al capitale. La “sana e prudente gestione” come criterio guida dell’attività di vigilanza

Come sopra rilevato, il controllo sulla qualità dei soggetti dotati di potere di influenza sulle scelte sociali non è limitato ai soli vincoli posti a salvaguardia del principio di separatezza, ma assume, nel contesto del t.u.b. una portata più generale⁴³².

Infatti, la Banca d’Italia è chiamata, in virtù dell’articolo 19 t.u.b. e della disciplina secondaria di attuazione, a valutare preventivamente la qualità dei soggetti⁴³³ che intendono acquisire, a qualsiasi titolo⁴³⁴, partecipazioni rilevanti nelle banche e nelle capogruppo sulla base di criteri generali volti ad assicurare che i poteri di influenza dei soci non siano esercitati in pregiudizio della gestione sana e prudente della banca⁴³⁵.

Con la razionalizzazione della regolamentazione operata con il t.u.b., la “sana e prudente gestione” è divenuta, allo stesso tempo, il principio cui il t.u.b.

accordi conclusi abbia a verificarsi una concentrazione di potere in capo ai soggetti industriali per la nomina e la revoca della maggioranza degli amministratori dell’ente creditizio e che, naturalmente, ciò sia in contrasto con la sana e prudente gestione della banca.

⁴³² Nota l’emersione di un interesse pubblico alla verifica della qualità degli azionisti non limitato al problema del rapporto tra banca e industria COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995, p. 118.

⁴³³ Come efficacemente notato da SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 99, la verifica *qualitativa* dei soci, travalicando lo stretto ambito della verifica di requisiti oggettivi e predeterminati, amplia i margini di intervento dell’autorità di vigilanza attribuendo alla stessa un potere di valutazione discrezionale. Tuttavia, nota lo stesso A., la valutazione mantiene un carattere squisitamente tecnico dal momento che essa è finalizzata ad evitare l’ingresso nel capitale della banca di soggetti che possano avere una influenza negativa sulla sana e prudente gestione della banca stessa.

⁴³⁴ Secondo PATRONI GRIFFI A., *Commento all’art. 19*, cit., I, p. 291, la norma dovrebbe essere intesa nel senso che, perché sorga l’obbligo di autorizzazione, sia necessario un comportamento commissivo od omissivo imputabile al soggetto in conseguenza del quale tale soggetto acquisisce una partecipazione nella banca. In senso contrario, si veda GUACCERO A., *La partecipazione del socio industriale nella società per azioni bancaria*, cit., p. 206, secondo il quale sarebbero comunque soggetti all’obbligo di comunicazione o di autorizzazione anche gli incrementi di partecipazioni indipendenti dalla volontà del soggetto acquirente.

⁴³⁵ Cfr. SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, cit, p. 86.

attribuisce il ruolo di finalità generale della vigilanza⁴³⁶ e il criterio applicativo dei poteri autorizzativi attribuiti alla Banca d'Italia in materia di partecipazione al capitale delle banche⁴³⁷. In particolare, la sana e prudente gestione degli intermediari rappresenta, nel sistema del t.u.b., l'obiettivo microeconomico dell'attività di vigilanza, laddove l'obiettivo macroeconomico è rappresentato dalla *stabilità, efficienza e competitività* del sistema finanziario⁴³⁸.

Le finalità generali della vigilanza si specificano quindi in regole e misure volte ad assicurare la sana e prudente gestione della banca e, in tale ambito, compito dell'autorità di vigilanza diventa il perseguimento delle finalità generali dettate dal legislatore per il tramite del potere regolatorio e del potere di controllo, entrambi esercitati avendo presente il criterio della sana e prudente gestione⁴³⁹.

Una importante conseguenza della declinazione di tale principio e, soprattutto, del richiamo ad esso effettuato nell'ambito della disciplina degli assetti

⁴³⁶ Si veda, per tutti, CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, p. 140 e ss.; CASTALDI G., *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, Torino, 1995, p. 49; MUCCIARELLI F.M., *L'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni al capitale delle banche*, in RAZZANTE R. – LACAITA L., *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, Torino, 2006, p. 124.

⁴³⁷ BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, cit., II Ed, p. 160, la quale rileva come vengano meno i riferimenti alla tutela dei depositanti e all'indipendenza della banca. Tale ultimo concetto era stato evidenziato, nell'immediatezza dell'adozione del t.u.b. anche da CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 300, il quale, oltre a notare che vengono meno i riferimenti, nella normativa primaria, all'indipendenza della banca come valore a sé da tutelare, evidenziava come, in maniera significativa, fosse scomparso (sempre dalla normativa primaria) ogni riferimento ai c.d. protocolli di autonomia gestionale. Rileva LAMANDA C., *Disciplina delle autorizzazioni all'attività bancaria e delle partecipazioni al capitale delle banche*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995, p. 69, come, tramite l'apprezzamento della sana e prudente gestione vengono rimossi alcuni vincoli all'espletamento di un vero e proprio "controllo tecnico" da parte dell'organo di vigilanza sull'operato della banca. In tale prospettiva la valutazione che verrebbe ad essere effettuata dalla Banca d'Italia in sede di concessione di un'autorizzazione sarebbe effettuata innanzitutto a tutela dell'interesse della banca vigilata operando apprezzamenti sulla gestione in linea con quelli che potrebbero essere effettuati da un amministratore della banca stessa.

⁴³⁸ SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 112.

⁴³⁹ SEPE M., *Ibidem*, p. 112.

proprietari, consiste nel vincolo posto all'autorità di vigilanza in sede di esercizio del potere di controllo. In altre parole, in sede di verifica della qualità del soggetto partecipante il capitale di una banca, l'autorità di vigilanza non può, almeno in teoria, compiere valutazioni relative al sistema finanziario nel suo complesso, ma, mantenendo un'ottica microeconomica, deve avere riguardo esclusivamente alla sana e prudente gestione del soggetto vigilato⁴⁴⁰.

Su un piano generale, è stato sostenuto che il concetto di prudenza richiama un'avversione al rischio⁴⁴¹ (e sarebbe, quindi, collegato a profili di stabilità), mentre il concetto di gestione avrebbe una portata più ampia⁴⁴². In particolare, nell'ottica del t.u.b., sana sarebbe la gestione condotta secondo criteri di redditività e quindi, almeno in potenza, profittevole, ma, soprattutto, una gestione condotta *in equilibrio tra profitto e rischio*⁴⁴³. Sulla base della considerazione che il conseguimento del profitto non può comunque essere separato dalla correttezza dei comportamenti, sana sarebbe la gestione capace di perseguire il profitto nel rispetto dei diritti di terzi⁴⁴⁴, così come ancora sana sarebbe la gestione immune da ingerenze esterne ed aliena dai conflitti di

⁴⁴⁰ In senso diverso CASTALDI, *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, cit., p. 55. Nel senso del testo si veda, ancora una volta, SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 113, il quale nota come, nella verifica, ad esempio, della qualità degli acquirenti partecipazioni nella banca, l'azione di vigilanza deve tenere conto esclusivamente delle esigenze tecnico-prudenziali riferite al singolo soggetto e, di conseguenza, il potere discrezionale dell'autorità di vigilanza ne viene fortemente limitato. Ciò dovrebbe consentire – secondo l'A., con cui si concorda – di ridimensionare la portata delle critiche mosse da attenta dottrina che ha sottolineato, sin dall'emanazione del t.u.b., come il principio della sana e prudente gestione non abbia valenza generale nell'ambito della normativa comunitaria e che esso sia stato elevato a criterio di ordine generale al fine di conservare, in capo alle autorità di vigilanza, un ampio potere discrezionale (ANTONUCCI A., *Assetti proprietari*, in *Diritto bancario comunitario*, a cura di ALPA G. e CAPRIGLIONE F., Torino, 2002; MINERVINI, *Il vino vecchio negli otri nuovi*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul Testo Unico in materia bancaria e creditizia*, 1995, p. 11).

⁴⁴¹ CASTALDI, *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, cit., p. 55. Tale concetto è ripreso dalla stessa autorità di vigilanza in BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, 1993, p. 285.

⁴⁴² Cfr. SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 115.

⁴⁴³ CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, cit., p. 140.

⁴⁴⁴ SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 115-116.

interesse in danno della clientela⁴⁴⁵.

Tornando, in concreto, al controllo da effettuarsi da parte dell'autorità di vigilanza, si rileva che tale controllo è effettuato sulla base di una valutazione della qualità dei soggetti che intendono acquisire la partecipazione⁴⁴⁶, che, in forza della relativa normativa secondaria di attuazione, va effettuata, a sua volta, in termini di "onorabilità"⁴⁴⁷ e correttezza dei comportamenti nelle relazioni di affari dei singoli soggetti, nonché di affidabilità della situazione finanziaria dei partecipanti. La qualità è altresì valutata in relazione all'assetto di governo e alla situazione economico-patrimoniale della banca interessata nonché alla natura dei rapporti che tali soggetti possono porre in essere con la banca⁴⁴⁸.

I criteri di *correttezza nelle relazioni di affari* e di *affidabilità finanziaria* non sono di immediata interpretazione. Si tratta di qualità personali difficilmente apprezzabili e che, per questo motivo, lasciano ampio margine di discrezionalità al soggetto tenuto alla verifica⁴⁴⁹. Tali criteri, infatti, sembrano voler indicare, in maniera alquanto generica, il fine di evitare che acquisiscano una posizione di controllo, o comunque di potere, soggetti che possono influire sulla gestione della banca in contrasto con l'interesse della banca

⁴⁴⁵ Cfr. ancora SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 116, il quale cita, in maniera puntuale, la relazione annuale per il 1993 della Banca d'Italia, laddove si legge che il concetto di gestione sana "rinvia alla necessità che gli intermediari operino ispirandosi a criteri di piena efficienza funzionale (...) e di correttezza nello svolgimento degli affari".

⁴⁴⁶ PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005, p. 438.

⁴⁴⁷ Che è, come si dirà meglio di seguito, uno dei principi fissati direttamente dalla legge (Cfr. sul punto SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 86).

⁴⁴⁸ Cfr. ora la Deliberazione CICR del 19 luglio 2005. Con riferimento alle disposizioni del t.u.b. e alla relativa normativa secondaria di attuazione si veda PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., p. 438; LAMANDA C., *Disciplina delle autorizzazioni all'attività bancaria e delle partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 69; SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 86.

⁴⁴⁹ Cfr. PATRONI GRIFFI A., *Commento all'art. 19*, cit., p. 301, secondo il quale, attraverso l'adozione di un parametro così elastico, si "dilatava a dismisura il potere discrezionale delle attività competenti".

stessa, in ragione di interessi esterni o di caratteristiche personali⁴⁵⁰.

Seppure non appare possibile riempire di contenuti predeterminati il concetto di sana e prudente gestione, esso svolge appieno il ruolo ad esso attribuito nell'ambito del t.u.b.. Tale ruolo, anzi, è proprio collegato alla peculiare elasticità e relatività che lo caratterizza. Tali caratteristiche non comportano indeterminatezza ovvero incertezza ma *“soltanto l'intrinseca possibilità di assumere nel tempo contenuti diversi, in relazione a una casistica mutevole e indeterminata”*⁴⁵¹. In altre parole, tale concetto assume il ruolo di clausola generale, con contenuto elastico⁴⁵², che consente, in linea con la funzione delle altre clausole generali note al nostro ordinamento giuridico, un costante adeguamento della normativa (o, nel caso di specie, della regolamentazione) alle mutevoli esigenze della società⁴⁵³.

1.3 Le altre disposizioni rilevanti: requisiti di onorabilità e obblighi di comunicazione

Come sopra menzionato, un ulteriore principio, che ha trovato attuazione nel t.u.b. è quello che prevede il rispetto di requisiti di onorabilità per i possessori di partecipazioni qualificate⁴⁵⁴. La disciplina in questione si inserisce nel più

⁴⁵⁰ BRESCIA MORRA C., *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, cit., p. 38.

⁴⁵¹ SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 116.

⁴⁵² Sull'utilizzo dei termini elastici nell'ambito della normativa di settore, si veda BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 26, 1993, laddove si precisa che l'utilizzo di tali termini risponde all'impossibilità di definire in maniera fissa quale sia il comportamento ottimale che le banche sono tenute ad adottare; di tal che, spetta alle banche adottare comportamenti adeguati ai canoni descritti nella normativa, mentre è compito delle autorità di vigilanza quello di individuare, nella prassi, comportamenti contrari alla sana e prudente gestione.

⁴⁵³ Cfr. SEPE M., *Ibidem*, p. 116, il quale rileva come tale canone mantiene comunque un carattere di oggettività e, per ciò solo, non può considerarsi in violazione del principio di legalità, né può considerarsi strumento attraverso cui l'autorità di vigilanza si riappropria di un potere discrezionale de-finalizzato.

⁴⁵⁴ Su tale argomento, si veda DESIDERIO L., *Le norme di recepimento della direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, 1986, p. 43 e ss., DI SABATO F., *Sui requisiti soggettivi degli esponenti bancari: profili di diritto societario*, in *Banca Borsa e tic. Cred.*,

ampio contesto del controllo sulla qualità dei partecipanti al capitale delle banche che ha assunto rilievo centrale nell'impianto della Seconda Direttiva in materia bancaria. In particolare tale provvedimento comunitario ha riconosciuto alle autorità di vigilanza ampi poteri di controllo sulla qualità degli azionisti al fine di garantire l'obiettivo della sana e prudente gestione della banca⁴⁵⁵.

Infatti, l'esperienza di alcune crisi bancarie aveva dimostrato che la solidità di una impresa creditizia non dipendeva esclusivamente da considerazioni di carattere patrimoniale, ma anche dalle persone che ne determinavano l'indirizzo, sia nella veste di amministratori che nella veste di soggetti che, attraverso la detenzione di partecipazioni dotate di diritti di voto, erano in grado di influenzare la volontà sociale⁴⁵⁶.

Seppure la disciplina dei requisiti di onorabilità non è sistematicamente riportata nell'ambito delle disposizioni in tema di assetti proprietari e di partecipazione al capitale delle banche, essa ha la medesima *ratio* di tale disciplina e ne rappresenta, in qualche modo, il completamento⁴⁵⁷. Così le

1988, I, p. 56, PERASSI M., *Commento all'art. 7 del d.p.r. 350/85*, in CAPRIGLIONE F. – MEZZACAPO V. (a cura di), *Codice commentato della banca*, 1990, p. 1483; DI BIASE T. – MAGLIOCCO A., *Commento sub art. 25*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 1994, p. 153; FRENI M.A., *Requisiti di professionalità e onorabilità*, in FERRO LUZZI P. – CASTALDI G. (a cura di) *La nuova legge bancaria*, 1996, p. 382 e ss.; DONATIVI V. – RESTINO M., *Commento sub art. 25*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I, p. 348 e ss.

⁴⁵⁵ CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 293. L'adeguamento ai dettami comunitari è avvenuto, nel nostro ordinamento, tramite lo strumento della delegificazione. Sulla legittimità di tale scelta legislativa e sull'adeguatezza dei decreti delegati a porsi quali fonte di delegificazione si veda FRENI M.A., *Requisiti di professionalità e onorabilità*, cit., p. 382 e ss.

⁴⁵⁶ FRENI M.A., *Requisiti di professionalità e onorabilità*, cit., p. 389.

⁴⁵⁷ In dottrina, sulla disciplina dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale, si veda, nel sistema pre-riforma, DI BIASE T. MAGLIOCCO A., *Commento sub art. 25*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., p. 154 ss.; con riferimento alla *ratio* di tale disciplina si rimanda a PERASSI, *Commento sub art. 7 d.p.r. 350/85*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, 1990, p. 1485. Per una breve disamina delle modifiche apportate in sede di coordinamento con la riforma del diritto societario, si veda SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria*, cit., p. 64 e ss; ALBANO M., *Commento sub art. 25*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il*

disposizioni legislative in tema di requisiti di onorabilità e la normativa secondaria di attuazione impediscono che soggetti la cui integrità non sia attestabile in ragione di condanne o di sottoposizione a particolari provvedimenti dell'autorità giudiziaria, possano detenere partecipazioni rilevanti⁴⁵⁸ nel capitale delle banche⁴⁵⁹ o comunque esercitare i diritti connessi alle partecipazioni detenute in violazione di tale norma⁴⁶⁰. In aggiunta, ad esito dell'ultima revisione del dettato dell'articolo 25, è stata introdotta l'ulteriore sanzione dell'obbligo di alienare l'eccedenza delle partecipazioni al fine di presidiare maggiormente il precetto sostanziale⁴⁶¹.

Per completare la breve disamina della disciplina, restano da citare gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 20 t.u.b. e la soggezione ai poteri di informazione di cui all'articolo 21. La disposizione contenuta nell'articolo 20 t.u.b. ha una duplice funzione. Per un verso essa è strumentale alla verifica delle previsioni sostanziali dettate in tema di assetti proprietari e di requisiti soggettivi dei partecipanti al capitale. Per altro verso essa ha lo scopo

coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005, p. 124 e ss.

⁴⁵⁸ Come rilevato da SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria*, cit., p. 64, la formulazione non è del tutto felice e sembra porsi in contrasto con la definizione di partecipazione rilevante contenuta nel nuovo art. 1, nel quale è rimesso alla Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, la determinazione della stessa.

⁴⁵⁹ L'articolo 25 del t.u.b. demanda al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di determinare i requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni rilevanti. La disciplina di attuazione è contenuta nel D.M. 18 marzo 1998, n. 144, in *G.U.*, n. 109 del 13 maggio 1998. È da notare che, con la nuova formulazione dell'articolo 25 t.u.b. è attribuito al Ministro anche il potere di determinare l'entità della partecipazione al cui possesso sono ricollegati i requisiti di onorabilità. Spetterà quindi al Ministro il compito di modificare la precedente disciplina tenendo conto, oltre che del vecchio criterio della percentuale del capitale sociale, anche della percentuale del totale dei diritti di voto, imposto dalla nuova disciplina azionaria e dagli strumenti finanziari partecipativi (in questo senso, ALBANO M., *Commento sub art. 25*, cit., p. 127).

⁴⁶⁰ Ai sensi dell'articolo 25 t.u.b., in mancanza dei requisiti non possono essere esercitati i diritti di voto e gli altri diritti, che consentono di influire sulla società, inerenti alle partecipazioni eccedenti il suddetto limite. In caso di inosservanza, la deliberazione od il diverso atto, adottati con il voto o il contributo determinanti delle partecipazioni, sono impugnabili secondo le previsioni del codice civile.

⁴⁶¹ Cfr. SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria*, cit., p. 65, il quale rileva inoltre come l'introduzione di tale disposizione sia priva di copertura nell'ambito della legge delega, vista la scarsa attinenza della stessa con la disciplina di riforma del diritto societario.

“autonomo” di garantire la trasparenza della compagine sociale delle banche⁴⁶². La sussistenza di una finalità autonoma della disposizione in esame e non solo strumentale al rispetto delle altre previsioni in tema di partecipazione, sembra confermata da un duplice ordine di circostanze. In prima battuta sembra avere rilievo la circostanza che, ad essere comunicate, debbano essere le acquisizioni di partecipazioni anche allorquando esse non determinano alcun effetto sul controllo o sull’esercizio di una influenza dominante sulla società; nella stessa ottica devono essere comunicate le variazioni che comportano il superamento, in diminuzione, delle soglie medesime. In secondo luogo, la finalità autonoma della norma sembra essere confermata dalla presenza di una sanzione significativa⁴⁶³ in caso di mancata comunicazione anche qualora, su un piano sostanziale, il soggetto titolare della partecipazione non debba essere autorizzato e abbia comunque i requisiti di onorabilità previsti dalla normativa⁴⁶⁴.

⁴⁶² Considerazioni analoghe possono svolgersi con riferimento alla disciplina della richiesta di informazioni di cui all’articolo 21 t.u.b. Anche in questo caso, la disposizione è volta a fornire all’autorità di vigilanza una conoscenza completa della compagine azionaria, prescindendo da considerazioni circa il potere di influenza o di controllo collegato o meno alla partecipazione detenuta. Sulla *ratio* della disposizione in parola si veda, per tutti, COSTI R., *L’identificazione dei soci delle società bancarie*, in *Banca Imp. e Soc.*, 1986, p. 221. Per una analisi del rapporto tra finalità della disposizione e le generali funzioni di vigilanza e una analisi delle disposizioni, si veda TIDU A., *Commento sub art. 21*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., p. 134, ove ulteriori richiami e C. MOTTI, *Commento agli art. 20 e 21*, in BELLÌ F., CONTENUTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I, p. 309. Con riferimento, infine, al testo dell’articolo 21 dopo le modifiche apportate in sede di coordinamento, si veda SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 48.

⁴⁶³ In particolare, l’articolo 24 dispone, in caso di omessa comunicazione, la sospensione del diritto di voto e degli altri diritti che consentono di influire sulla società.

⁴⁶⁴ In tal senso, SANTONI G., *Commento sub art. 24*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., p. 146 ss.

2. La modifica del rapporto di partecipazione al capitale sociale delle banche e le nuove regole sulle partecipazioni e sul controllo delle banche: la delibera CICR del 19 luglio 2005

La disciplina sopra ricordata, per come impostata al momento dell'adozione del t.u.b., era interamente basata e presupponeva la struttura finanziaria del modello della società per azioni pre-riforma e, in particolare, presupponeva, per quanto qui di interesse, la possibilità per gli azionisti (e solo per essi) di determinare la volontà sociale senza subire l'influenza endosocietaria di altri soggetti finanziatori dell'impresa sociale⁴⁶⁵.

Di tal che, a seguito dell'avvenuto mutamento del modello della struttura finanziaria della s.p.a. operato dalla riforma, il decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37 è intervenuto sul t.u.b. con l'obiettivo, tra l'altro, di assicurare l'applicabilità della riforma societaria alle banche⁴⁶⁶ e di garantire la

⁴⁶⁵ Cfr. sul punto SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, cit., p. 88, il quale tuttavia rileva come tale previsione sia vera solo in linea di principio, posto che talune delle presunzioni di controllo realizzate nella forma dell'influenza dominante (tipizzate dall'articolo 23 t.u.b.) prescindono dall'esercizio del voto e dal possesso di una partecipazione nella banca. Rileva inoltre l'A. come un altro elemento presupposto dalla normativa di settore sia l'esistenza di un valore nominale delle azioni, in base al quale calcolare le soglie partecipative. Nello stesso senso si veda anche PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005, p. 450.

⁴⁶⁶ Cfr. PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005, p. 452, la quale rileva come l'obiettivo ultimo fosse quello di consentire alle banche le possibilità di sviluppo e di incremento della competitività che la riforma ha messo a disposizione del mercato. In particolare, secondo quanto indicato nella Relazione al decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37 "la linea ispiratrice dell'attività posta in essere è stata quella di garantire il massimo grado di applicabilità della riforma (...) alle società bancarie (...) con il dichiarato obiettivo di offrire anche a queste imprese la possibilità di sfruttare a pieno le potenzialità di sviluppo e di incremento della competitività che la riforma ha inteso mettere a disposizione del mercato, attraverso la riduzione delle complessità e la maggiore duttilità delle forme societarie". È di interesse segnalare la posizione di SANTORO V., *Il coordinamento del testo unico bancario con la riforma delle società. Due profili problematici: gli assetti proprietari e l'indipendenza degli esponenti aziendali*, in *Dir. banc.*, I, 2005, p. 4 e ss., il quale rileva come la scelta di mantenere gli obblighi del t.u.b. in tema di autorizzazioni all'acquisto delle partecipazioni e di estendere le disposizioni in tema di comunicazioni, autorizzazioni e divieto anche agli strumenti finanziari con diritti amministrativi non sia del tutto conforme con la contendibilità delle imprese societarie perseguita quale obiettivo preminente della riforma.

necessaria *duttilità* anche alle norme di vigilanza. Ciò è avvenuto attraverso l'introduzione di riferimenti generici alle partecipazioni possedute – sia sotto un profilo quantitativo che qualitativo – in termini evocativi del potere di influenzare la gestione dell'impresa bancaria, pur prescindendo dall'effettiva partecipazione al capitale sociale⁴⁶⁷.

Su un piano generale, il duplice scopo delle modifiche apportate dal provvedimento delegato era quello di considerare in maniera adeguata le nuove forme di partecipazione tra gli elementi in grado di “*integrare (o concorrere a integrare) fattispecie di controllo nella forma dell'influenza dominante*” e di estendere la disciplina degli obblighi di comunicazione e di autorizzazione alle partecipazioni rilevanti⁴⁶⁸.

Come meglio si dirà di seguito, su un piano di tecnica legislativa, la scelta adottata è stata (almeno in parte) quella della delegificazione; tale scelta sembra essere stata la conseguenza delle numerose innovazioni introdotte in tema di strumenti di finanziamento delle società di capitali e, soprattutto, della difficoltà di procedere *ex ante* ad una valutazione dell'influenza che l'esercizio dei diritti connessi al possesso dei nuovi strumenti finanziari può avere, in astratto, sulla gestione dell'impresa bancaria⁴⁶⁹. Si è preferito quindi affidare agli organi di vigilanza il compito di adottare una disciplina adeguata alle esigenze specifiche del settore, tenendo conto dell'esperienza nel frattempo maturata in sede di prima applicazione, e di garantire la sana e prudente

⁴⁶⁷ Cfr. Relazione al decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, recante Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e al testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998. Si legge nella relazione che alla principale preoccupazione, consistente nel verificare in quale misura le nuove forme di partecipazione societaria potessero impattare le limitazioni previste nella normativa speciale, si è risposto tramite “*l'adozione di riferimenti alle partecipazioni possedute non solo quantitativi, ma anche qualitativi, purché evocativi del potere di influenzare la gestione, non più necessariamente connesso all'effettiva partecipazione sociale*”.

⁴⁶⁸ Cfr. SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 279

⁴⁶⁹ Cfr. PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 451.

gestione delle banche⁴⁷⁰.

2.1 La nuova nozione di “partecipazione rilevante” ai fini della disciplina sugli assetti proprietari.

Su un piano pratico, il decreto legislativo 37/2004 ha modificato l’articolo 1 del t.u.b. al fine di inserire al comma 2, lett. h-*quater* e h-*quinquies* le definizioni di *partecipazioni* e di *partecipazioni rilevanti*. In particolare la nuova definizione di partecipazione non è più legata esclusivamente alle tradizionali forme rappresentative dell’azione e della quota⁴⁷¹, ma include anche gli “*strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall’articolo 2351, ultimo comma, c.c.*”⁴⁷².

Viene meno quindi, anche nella disciplina di settore, la corrispondenza biunivoca, in senso sostanziale, tra azione e partecipazione sociale⁴⁷³; anche in tale ambito si riconosce che gli strumenti finanziari introdotti con la riforma, seppure privi del diritto di voto nell’assemblea generale, attribuiscono al portatore diritti – quali il diritto di voto su specifici argomenti e il diritto di eleggere componenti degli organi sociali – tali da involgere, almeno potenzialmente, tutti gli aspetti amministrativi e patrimoniali

⁴⁷⁰ Appaiono condivisibili le considerazioni svolte sul punto da SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 14, il quale ha manifestato l’impressione che il legislatore del d.lgs. n. 37/2004, trovandosi di fronte alle larghe previsioni del decreto di riforma delle società di capitali, non abbia voluto correre il rischio di trovarsi scoperto per difetto di previsione ed abbia quindi dettato una disciplina aperta volta a coprire tanto il dedotto quanto il deducibile.

⁴⁷¹ Ancora PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 450.

⁴⁷² Anche in ambito bancario, quindi, come correttamente rilevato da SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 11 si supera la visione della partecipazione quale possesso di una frazione del capitale sociale, a favore di una diversa impostazione che riconduce nel concetto di partecipazione ogni strumento che consente ad un soggetto di concorrere tanto al patrimonio che alla gestione della società. Su un diverso piano, rileva inoltre SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 287, come la formulazione della definizione non sia del tutto felice, posto che anche i diritti previsti dall’articolo 2351, ult. comma, sono a “contenuto amministrativo”.

⁴⁷³ Sulla corrispondenza, nel sistema pre-riforma, tra azione e partecipazione sociale, si veda, per tutti, VISENTINI B., voce «Azioni», in *Enc. Dir.*, Milano, 1959, IV, p. 967.

dell'organizzazione sociale⁴⁷⁴ e, in ultima analisi, assumono un rilievo tale da modificare il rapporto classico di partecipazione alla gestione dell'impresa sociale⁴⁷⁵.

È evidente come, nell'ottica sopra individuata, non la detenzione di qualsiasi strumento finanziario rientri nel concetto di *partecipazione* (seppure così allargato), ma solo la detenzione di strumenti finanziari che attribuiscono i diritti espressamente previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, cod. civ., ovvero altri diritti amministrativi⁴⁷⁶, di tal che la detenzione di strumenti finanziari emessi ai sensi dell'articolo 2346 cod. civ. sforniti di diritti amministrativi non assumerà rilievo ai fini della disciplina delle partecipazioni al capitale delle banche (anche qualora i diritti economici rendano tali titoli assimilabili a titoli *equity*)⁴⁷⁷. Infatti, nel contesto del t.u.b. assume rilievo la capacità per i portatori di strumenti finanziari di incidere, tramite l'esercizio di diritti amministrativi, nella gestione dell'impresa bancaria, ma non sembrano assumere invece alcun rilievo i diritti economici attribuiti agli strumenti finanziari in questione⁴⁷⁸.

Come sopra accennato, il t.u.b. contiene inoltre anche una innovativa

⁴⁷⁴ Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 1*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, p. 5 e ss.

⁴⁷⁵ Rileva sul punto BUONOCORE, *La riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 20, come, a meno di non considerare il titolare di strumenti finanziari un socio, la *partecipazione* alla società perde il rango di termine tecnicizzato e cessa di identificarsi con la qualità di socio, ma riguarda ogni forma di *partecipazione* (nell'uso corrente del termine) costante e istituzionalizzata di un soggetto alla vita della società. In tale prospettiva la *partecipazione* cessa di individuare sia la situazione soggettiva che nelle società il socio riceve come corrispettivo del conferimento che la posizione del socio rispetto alla società vista come situazione complessiva di diritti e doveri.

⁴⁷⁶ In questo senso ALBANO M., *Commento sub art. 1*, cit., p. 11.

⁴⁷⁷ Nel senso di cui nel testo, si veda SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 287, il quale tuttavia rileva che tale affermazione è vera solo nel presupposto che la titolarità di detti strumenti non sia tale da configurare ipotesi di influenza dominante, come nel caso in cui una quota rilevante degli utili sia riservata al portatore degli strumenti in maniera più che proporzionale all'investimento effettuato.

⁴⁷⁸ In tale ottica, si potranno ben avere strumenti finanziari aventi come sottostante un rapporto di finanziamento (strumenti quasi-*debt*) che, se dotati di diritti amministrativi, saranno attratti dalla definizione di partecipazione rilevante ai fini della normativa degli assetti proprietari.

nozione⁴⁷⁹ di *partecipazioni rilevanti*, per tali intendendosi tanto “*le partecipazioni che comportano il controllo della società*” quanto quelle “*individuata dalla Banca d’Italia in conformità alle deliberazioni del CICR, con riguardo alle diverse fattispecie disciplinate, tenendo conto dei diritti di voto e degli altri diritti che consentono di influire sulla società*”.

Una nozione di partecipazioni rilevanti era indirettamente fornita – anche prima delle modifiche apportate al t.u.b. – dalla disciplina secondaria (cfr. Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Tit. II, Cap. I, Sez. II) che al paragrafo 1 (denominato, appunto, “partecipazioni rilevanti”), nel disciplinare le autorizzazioni all’acquisto di partecipazioni, specificava che tale obbligo autorizzativo si applicava all’acquisto di partecipazioni (azioni o quote) al capitale delle banche che, tenuto conto delle partecipazioni già possedute, desse luogo al superamento, da parte del socio, delle soglie indicate dall’organo di vigilanza⁴⁸⁰. La partecipazione assumeva quindi rilievo solo nel caso in cui assumesse una rilevanza tale da incidere in maniera significativa sulla gestione della banca, vuoi per il superamento delle soglie quantitative espressamente indicate, vuoi perché si configurava un controllo del partecipante sulla società bancaria partecipata.

A seguito della modifica dell’articolo 1 del t.u.b., in continuità con la previgente disciplina secondaria, sono in prima istanza *partecipazioni rilevanti* le partecipazioni (azioni, quote o strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi) che comportano il controllo della società. Non è dubbio che nell’individuare le fattispecie di controllo che vengono in rilievo ai fini dell’applicazione della disciplina in esame si debba far riferimento all’articolo 23 t.u.b. ai sensi del quale, anche in virtù del rinvio all’articolo 2359 cod. civ., sono incluse nella nozione di controllo tanto le fattispecie in cui il controllo discende dalla partecipazione tanto quelle in cui esso discende da vincoli

⁴⁷⁹ Si esprime in questi termini CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, cit., p. 245.

⁴⁸⁰ Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 1*, cit., p. 12.

contrattuali⁴⁸¹.

Sulla base delle nuove norme sembra doversi ammettere che il controllo da partecipazione possa trarre origine tanto dalla detenzione delle sole azioni o quote, quando dalla detenzione, singola o congiunta, di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e di azioni.

Quanto alle altre ipotesi di *partecipazioni rilevanti* rientranti nell'ambito della nozione contenuta nell'articolo 1, comma 2, lett. h-*quinquies* del t.u.b., il legislatore rimette alla fonte secondaria l'individuazione delle soglie (qualitative e quantitative) di rilevanza, chiedendo all'autorità di vigilanza di tenere conto, in tale processo di individuazione, dei diritti che, in astratto, consentono di influire sulla società⁴⁸².

2.2 *Il potere di influenza sulla società come elemento centrale della disciplina: il diritto di nomina di componenti degli organi della banca e il potere di condizionare le scelte organizzative o gestionali di carattere strategico.*

La formulazione della nozione di partecipazioni rilevanti (e in particolare, la seconda parte) sembra tenere in debito conto le novità introdotte dalla riforma del diritto societario; in particolare sembra prendere atto della possibile graduazione dei diritti di voto tra le diverse categorie di azioni, della possibilità di attribuire il diritto di voto su materie specificamente indicate ai portatori degli strumenti finanziari, nonché della possibilità di dotare questi

⁴⁸¹ Cfr. ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2006, p. 171. Sulla definizione di controllo di veda SERRA, *Commento sub art. 23*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed; TROIANO V., *Le banche e gli intermediari finanziari*, in Capriglione F. (a cura di), *Diritto delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati*, 2006, p. 229; PATRONI GRIFFI A., *La partecipazione al capitale e il controllo degli enti creditizi*, in AA. VV., *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di MORERA e NUZZO, Milano, 1996; JAEGER P., *Controllo e direzione nei gruppi bancari*, in *Banca impresa e società*, 1992, p. 383 e ss.

⁴⁸² Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 1, cit.*, p. 8; PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria, cit.*, 2005, p. 450.

ultimi di ulteriori diritti amministrativi che “*consentono di influire sulla società*”. In considerazione di ciò, la formulazione della nozione di partecipazione rilevante sposta l’elemento di attenzione dal titolo (azione o quota) al diritto incorporato nel titolo (voto o altro diritto di influenza).

In altre parole, con la nuova formulazione il legislatore sembra abbracciare sempre più una visione della disciplina degli assetti proprietari incentrata sulla capacità di influenza sull’assetto decisionale della società⁴⁸³ e, in tale prospettiva, la capacità di influire sulla società assume la veste di criterio ermeneutico alla luce del quale individuare quali partecipazioni vadano computate ai fini dell’applicazione degli obblighi autorizzativi e informativi⁴⁸⁴. Allo stesso tempo, il legislatore, con la definizione in parola, sembra indicare come di rilievo non solo le partecipazioni idonee a determinare il controllo della società, ma anche quelle che permettono semplicemente di influire sulla società stessa⁴⁸⁵.

Posto che la normativa primaria indicava come criterio guida quello, a dire il vero assai generico, dell’*influenza sulla società*, il CICR si è visto attribuire il potere di intervenire con ampia discrezionalità nella individuazione delle partecipazioni rilevanti, sia con riferimento alla detenzione di azioni che di

⁴⁸³ Tale impostazione sembra essere in linea con quanto sostenuto da alcuni autori (cfr. COSTI R., *Riforma societaria e ordinamento bancario*, in *Banca impresa e società*, 2003, p. 307) il quale, prima dell’adozione del D. Lgs. 37/2004, sosteneva che non avrebbero dovuto assumere rilevanza gli strumenti finanziari, anche di rischio, sprovvisti del diritto di voto, mentre il diritto di voto avrebbe dovuto essere rilevante anche qualora attribuito a strumenti di debito. Nello stesso senso sembra orientarsi, seppur con riferimento al diverso tema delle partecipazioni delle banche in società non finanziarie, CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, cit., p. 245ss. Si veda anche PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 450, la quale afferma che la possibilità di emettere strumenti finanziari diversi dalle azioni dotati di diritto di voto impone di fare perno, per la disciplina degli assetti proprietari, sul numero dei voti che un soggetto può esercitare.

⁴⁸⁴ Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 19*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, p. 86.

⁴⁸⁵ SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, Milano, 2004, p. 12.

strumenti finanziari⁴⁸⁶.

Non è mancato, invero, chi ha sostenuto che la delega al CICR e alla Banca d'Italia era da intendersi limitata alla sola individuazione delle soglie rilevanti relativamente agli strumenti finanziari⁴⁸⁷, mentre per le azioni era da ritenersi rilevante il solo controllo. Tuttavia, tanto la formulazione letterale della normativa primaria, quanto il testo della delibera CICR (di cui si dirà di seguito) sembrano far ritenere non condivisibile tale interpretazione restrittiva della delega.

Il CICR è intervenuto in esecuzione della delega con la deliberazione n. 1057 del 19 luglio 2005, ha articolato in maniera distinta la disciplina per le azioni (articoli 2-4) e per gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi (articolo 5) ed ha, infine, con tipica norma di chiusura, demandato alla Banca d'Italia il potere di individuare ulteriori fattispecie di partecipazione rilevante sia su un piano generale, tenuto conto della natura della partecipazione e del tipo di influenza che essa consente sulla gestione della società, che in relazione alla particolare struttura della società⁴⁸⁸.

Con riferimento alle azioni, la deliberazione stabilisce che sono da considerarsi partecipazioni rilevanti quelle che superano diverse soglie quantitative, graduate in maniera diversa a seconda che le azioni detenute siano prive del diritto di voto o siano dotate di diritto di voto (anche condizionato) quantomeno con riferimento ad uno degli argomenti indicati nella deliberazione (modifiche statutarie, approvazione del bilancio, nomina e revoca dei componenti degli organi sociali, autorizzazioni richieste dallo statuto per atti degli amministratori e distribuzione di utili)⁴⁸⁹. Così la soglia quantitativa individuata per le azioni dotate di diritto di voto (seppure limitato

⁴⁸⁶ Cfr. ALBANO M., *Commento* sub art. 1, cit., p. 8.

⁴⁸⁷ SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, Milano, 2004, pp. 10-14.

⁴⁸⁸ V. ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2006, p. 171.

⁴⁸⁹ V. ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2006, p. 171; ALBANO M., *Commento* sub art. 1, cit., p. 8.

o condizionato) è fissata nel limite legale del 5%, mentre nel caso di azioni sprovviste del diritto di voto la soglia è elevata al 10%⁴⁹⁰.

La deliberazione non fornisce invece indicazioni puntuali con riferimento alla nozione di partecipazioni rilevanti collegata al possesso di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi⁴⁹¹. Infatti, laddove la norma primaria delegava al CICR e alla Banca d'Italia di individuare le partecipazioni rilevanti *“tenendo conto dei diritti di voto e degli altri diritti che consentono di influire sulla società”*, il CICR si limita a disporre che il possesso di strumenti finanziari emessi da una banca configura una partecipazione rilevante quando ne derivi il *“potere di nominare componenti degli organi aziendali della banca ovvero di condizionare scelte organizzative o gestionali di carattere strategico”*, delegando alla Banca d'Italia il compito di indicare i criteri per individuare le fattispecie rilevanti.

La norma dettata dal CICR non brilla certo per chiarezza e non facilita il compito degli operatori nell'individuazione dei diritti rilevanti ai fini della nozione stessa; essa infatti per un verso parafrasa l'articolo 2351, ultimo comma, cod. civ., laddove quest'ultimo prevede la possibilità che ai portatori degli strumenti finanziari sia devoluto il potere di nomina di un membro degli organi sociali, per altro verso non fornisce ausilio alcuno nell'identificazione dei diritti amministrativi – attribuibili ai possessori di strumenti finanziari – che si devono ritenere atti a condizionare le scelte organizzative o gestionali di carattere strategico⁴⁹².

L'elemento aggiuntivo di maggior rilievo che sembra potersi trarre dalla deliberazione è relativo alla limitazione delle scelte della società che, se oggetto di influenza da parte dei portatori degli strumenti finanziari, possono

⁴⁹⁰ È da rilevare che il successivo articolo 4 della citata deliberazione, in continuità con la precedente disciplina, dispone che le variazioni delle partecipazioni devono inoltre essere autorizzate quando comportano, da sole o unitamente a variazioni precedenti, un aumento delle partecipazioni tali da portare al superamento delle soglie del 15, 20, 33 e 50%.

⁴⁹¹ Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 1*, cit., p. 14.

⁴⁹² In questo stesso senso anche ALBANO M., *Commento sub art. 1*, cit., p. 14.

determinare la caratterizzazione della partecipazione come “rilevante”. Infatti, la deliberazione, superando il dettato dell’articolo 1, comma 2, lett. h-*quinquies* del t.u.b., fa espresso riferimento alle scelte organizzative o gestionali “*di carattere strategico*”, lasciando quindi intendere che l’influenza su scelte, organizzative e gestionali, non strategiche non dovrebbe comportare la qualificazione del possesso di tali strumenti come *partecipazione rilevante*. In quest’ottica dovrebbero restare esclusi dall’obbligo di autorizzazione le acquisizioni di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, anche pregnanti, il cui oggetto sia però limitato alle scelte gestionali non strategiche della banca.

Il CICR demanda infine alla Banca d’Italia il compito di individuare, nelle ipotesi in cui i poteri di cui sopra siano attribuiti collettivamente ai possessori di strumenti finanziari dello stesso tipo, le percentuali rilevanti ai fini dell’applicazione degli obblighi autorizzativi. Tale determinazione dovrà essere effettuata dalla Banca d’Italia tenendo conto dei diritti attribuiti ai <portatori degli strumenti. Pare di poter affermare che con tale formulazione si renda esplicito che, nella ricostruzione del CICR, l’emissione in serie degli strumenti finanziari nell’ambito di operazioni di massa è solo eventuale⁴⁹³, ben potendo gli stessi essere emessi in favore di un soggetto determinato e attribuire allo stesso (e non ad una organizzazione dei portatori degli strumenti) i diritti amministrativi atti ad influenzare le scelte strategiche della banca.

⁴⁹³ Come rilevato nell’ambito del capitolo 2 del presente lavoro, si era espresso in tal senso, TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria*, cit., p. 1096. Sul punto vedi anche CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, cit., p. 384 ss.; NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari (...)*, cit., p. 17; PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. Banca e Merc. Fin.*; e, con riferimento specifico, alla non necessità di standardizzazione, MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto privato*, 4, 2003, p. 772 ss. Viceversa, in senso opposto, per cui la disciplina dettata dal codice riguarderebbe solo strumenti finanziari aventi per carattere intrinseco la *serialità* si veda STAGNO D’ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346*, in NICCOLINI – STAGNO D’ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004, p. 263-264.

Allo stato la Banca d'Italia non ha adottato i provvedimenti previsti dalla normativa primaria e dalla deliberazione CICR con riferimento alle banche, ma ha dato conto – con il provvedimento pubblicato sul Bollettino di Vigilanza n. 11/2005 – di quanto disposto nella deliberazione del CICR in merito alle comunicazioni dovute in caso di acquisto e cessione di partecipazioni rilevanti in intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale e in IMEL⁴⁹⁴. In tale sede, la Banca d'Italia ha stabilito che le soglie identificative delle partecipazioni rilevanti – che fanno sorgere, ai sensi della relativa disciplina di riferimento, obblighi di comunicazione – trovano applicazione sia con riferimento agli intermediari iscritti nell'elenco generale che a quelli iscritti nella sezione speciale. Come è stato autorevolmente notato, di rilievo sul punto è la precisazione che le soglie significative sono da determinarsi come rapporto tra i titoli che si intendono acquistare o vendere e il complesso dei titoli aventi gli stessi diritti (con riguardo al potere di determinare la *governance* della società)⁴⁹⁵.

Come sopra accennato, infine, il CICR “chiude” attribuendo alla Banca d'Italia il potere di individuare ulteriori fattispecie di partecipazioni rilevanti⁴⁹⁶. Tale individuazione deve avvenire, sempre secondo quanto previsto dall'articolo 6, tenuto conto della natura della partecipazione e del tipo di influenza che essa consente sulla gestione della società. L'individuazione può avvenire sia in via generale che in relazione alla particolare struttura finanziaria della banca e può essere effettuata con riferimento ad azioni o strumenti finanziari che attribuiscono diritti diversi da quelli espressamente indicati agli articoli 3 e 5 della deliberazione stessa, prendendo in considerazione: le modalità di esercizio del diritto di voto, i casi in cui il diritto di voto sia limitato o scaglionato; i diritti particolari connessi

⁴⁹⁴ CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, cit., p. 245.

⁴⁹⁵ *IBIDEM*, p. 246.

⁴⁹⁶ Cfr. articolo 6 (*Poteri della Banca d'Italia*) della citata Deliberazione CICR del 19 luglio 2005.

alle partecipazioni stesse nonché gli effetti del possesso congiunto di azioni e strumenti finanziari ovvero di strumenti finanziari di tipo diverso.

La norma di chiusura sopra riportata fornisce alcune ulteriori indicazioni utili per circoscrivere l'ambito delle partecipazioni rilevanti determinate dal possesso di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e, allo stesso tempo, attribuisce una forte discrezionalità alla Banca d'Italia nella individuazione di fattispecie che possono configurare una partecipazione rilevante.

In prima istanza, è da notare che le ulteriori partecipazioni rilevanti individuabili dalla Banca d'Italia sono determinate tenendo conto del potere di influenza sulla gestione (in generale) della società. Non sussiste quindi la limitazione della influenza alle sole scelte di carattere strategico cui è vincolato il potere della Banca d'Italia nella individuazioni di partecipazioni rilevanti configurate dal possesso di strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 5 della deliberazione.

Sembra inoltre rilevante che l'individuazione delle fattispecie, da parte della Banca d'Italia, possa essere operata sia in via generale (e, quindi, con riferimento a tutte le banche) che in relazione alla specifica struttura finanziaria di una o più banche. Da tale previsione sembra evincersi un potere della Banca d'Italia di emanare provvedimenti a carattere particolare nell'ambito dei quali, alla luce della particolare struttura finanziaria di una banca, individua le fattispecie di partecipazioni rilevanti in quella banca che devono essere oggetto di autorizzazione.

L'articolo in questione specifica inoltre che il potere suppletivo della Banca d'Italia può essere esercitato anche con riferimento ad azioni o strumenti finanziari che attribuiscono diritti diversi da quelli indicati all'articolo 5. Ora, la precisazione in questione è per certi versi ultronea e, per altri, priva di contenuto. Infatti, se il potere della Banca d'Italia fosse stato limitato alle sole azioni o ai soli strumenti finanziari dotati dei diritti già indicati – in sede di

individuazione della fattispecie di partecipazioni rilevanti – in altri articoli della Deliberazione CICR, sarebbe venuto meno il valore di norma di chiusura di tale disposizione. Non è chiara invece la portata della disposizione con riferimento agli strumenti finanziari. Infatti, posto che l'articolo 5 si limita a citare il potere di nomina di un membro degli organi sociali ed il potere di condizionare le scelte di carattere strategico, il riferimento ai *diritti diversi da quelli indicati* all'articolo 5, sembra fare riferimento a tutti i diritti amministrativi in genere, ivi inclusi (si deve ritenere) quelli che non sono atti a condizionare le scelte strategiche della società.

È da notare infine che nell'elencazione degli elementi da prendere in considerazione nell'individuazione della fattispecie, il CICR indica espressamente le modalità di esercizio del diritto di voto, lasciando quindi aperta ogni interpretazione circa le modalità di esercizio del diritto di voto collegato al possesso di strumenti finanziari, e gli effetti del possesso congiunto di azioni e strumenti finanziari ovvero di strumenti finanziari di diverso tipo. Quest'ultimo punto appare di particolare interesse in un'ottica applicativa. Infatti se in principio si riconosce la possibilità che il possesso congiunto di azioni e strumenti finanziari o, cosa più rilevante, di diversi tipi di strumenti finanziari possa portare ad una influenza sulla società, occorrerà valutare la declinazione che tale influenza potrà avere nella pratica.

La nuova nozione di partecipazione rilevante è utilizzata, naturalmente, nella formulazione dell'articolo 19, modificata dal D.Lgs. 37/2004⁴⁹⁷. Qui, anche al

⁴⁹⁷ Come si dirà meglio in appresso, la nozione di partecipazione e di partecipazione rilevante è altresì utilizzata all'articolo 14 t.u.b., laddove si prevede che l'autorizzazione all'attività bancaria sia rilasciata in presenza, tra le altre, della condizione che i titolari di partecipazioni rilevanti abbiano i requisiti di onorabilità previsti dalla normativa, all'articolo 21 t.u.b., laddove si prevede il potere della Banca d'Italia di richiedere informazioni ai titolari di partecipazioni, all'articolo 23, comma 2, del t.u.b. laddove si modifica la definizione di controllo (nella forma dell'influenza dominante) al fine di prevedere che lo stesso possa essere determinato dalla detenzione di partecipazioni, all'articolo 24 t.u.b., dove è prevista la sospensione del diritto di voto e degli altri diritti collegati alla partecipazione in caso di mancata autorizzazione ex art. 19, e all'articolo 25 t.u.b., laddove si prevede l'obbligo di rispetto dei requisiti di onorabilità stabiliti dal Ministero dell'economia e delle finanze in capo ai possessori di partecipazioni rilevanti. Naturalmente, il concetto di

fine di tener conto della possibilità di emettere strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, il riferimento alle azioni o alle quote (proprio della previgente formulazione) è stato sostituito con il nuovo concetto di partecipazione rilevante⁴⁹⁸. Sono quindi assoggettate ad autorizzazione le acquisizioni di partecipazioni rilevanti (indipendentemente da qualsiasi soglia quantitativa fissata in via legislativa) fermo restando l'esistenza del medesimo obbligo autorizzativo in caso di superamento della soglia quantitativa azionaria parametrata al 5% del capitale⁴⁹⁹. Tale ultimo criterio risulta ora “*declassato a norma residuale*” e viene ribaltato l'ordine seguito dalla precedente formulazione della norma⁵⁰⁰.

Resta da precisare, con riferimento a comma 1, che l'attuale formulazione della disposizione non fa alcun riferimento all'obbligo di richiedere l'autorizzazione per l'acquisto di partecipazioni, allorquando, a prescindere dalla partecipazione acquisita, si determini l'acquisizione del controllo della società. Tale modifica è tuttavia di carattere meramente stilistico, dal momento che la nuova nozione di *partecipazioni rilevanti* include la nozione di partecipazione di controllo⁵⁰¹.

Lo stesso concetto è utilizzato nella nuova formulazione del comma 2, dello

partecipazioni è utilizzato anche nell'ambito della disciplina delle partecipazioni detenute dalle banche e, di conseguenza, le partecipazioni detenibili sono incluse nell'elenco di materie su cui la Banca d'Italia ha il potere di emanare disposizioni di carattere regolamentare ai sensi dell'articolo 53 t.u.b.

⁴⁹⁸ PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 451-452.

⁴⁹⁹ Cfr. SANTORO V., *Il coordinamento del testo unico bancario con la riforma delle società. Due profili problematici: gli assetti proprietari e l'indipendenza degli esponenti aziendali*, cit., p. 5. Resta naturalmente ferma la possibilità per la Banca d'Italia di individuare le soglie di rilevanza delle partecipazioni sulla base di limiti quantitativi nel rispetto della delega di cui all'articolo 1, comma 2, lett. h-quinquies. Ricorda tale facoltà attribuita alla Banca d'Italia anche ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 91-92.

⁵⁰⁰ Così SCIUMBATA, *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 38. Nello stesso senso, Cfr. ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 92 ; COLAVOLPE A., *Il decreto di coordinamento del Testo unico bancario con la riforma: un primo commento*, in *Le Società*, n. 8, 2004, p. 1035, il quale rileva come ciò sia ulteriormente confermato dalla circostanza che il criterio residuale di cui sopra è stato inserito solo nel testo definitivo del decreto.

⁵⁰¹ ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 92.

stesso articolo 19 t.u.b., laddove si prevede l'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia alle variazioni delle partecipazioni rilevanti quando comportano il superamento dei limiti dalla medesima stabiliti ed è esteso anche alle ipotesi, previste dal comma 3, di acquisizione del controllo di una società che detenga partecipazioni rilevanti⁵⁰².

Il legislatore è intervenuto altresì, in maniera solo apparentemente marginale, in tema di separatezza banca-industria; nel confermare il limite partecipativo del 15% riferito al diritto di voto, il legislatore ha demandato ancora una volta alla Banca d'Italia il potere di individuare i diritti attribuiti alla partecipazione, anche diversi dal diritto di voto, che assumono rilevanza ai fini dell'applicazione del divieto⁵⁰³. Questa impostazione, peraltro coerente con le finalità di vigilanza e con l'impostazione pragmatica del legislatore di coordinamento, porta con sé alcune riflessioni circa i poteri dell'autorità di vigilanza sul caso di specie.

Infatti seppure il limite di separatezza è posto da una norma primaria⁵⁰⁴, ciò che è legislativamente stabilito è solo il risultato della frazione (il 15%) mentre l'individuazione del complesso dei diritti di voto e degli altri diritti rilevanti è rimessa per intero alla Banca d'Italia. Ciò sembra dover far ritenere che si sia pervenuti ad una delegificazione (seppure solo parziale) del limite di separatezza banca-industria, posto che, senza l'intervento della normazione secondaria, non appare possibile determinare quando sia esattamente precluso l'acquisto di partecipazioni in banche ai soggetti industriali⁵⁰⁵.

⁵⁰² PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 452.

⁵⁰³ PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, cit., 2005, p. 452.

⁵⁰⁴ E, come notato da ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 84, non poteva essere altrimenti visto che si tratta di una deroga alla libertà di iniziativa economica.

⁵⁰⁵ In questo senso, SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 38, il quale rileva inoltre come l'attribuzione di tale ulteriore potere di completamento alla Banca d'Italia comporti una delegificazione non sufficientemente meditata. In senso parzialmente diverso ALBANO M., *Commento sub art. 19*, cit., p. 84, il quale osserva su un piano fattuale, a temperamento di tale delegificazione, che, data l'estrema diversificazione della fattispecie azionaria a seguito della riforma, il legislatore non

Tale delegificazione genera ulteriore incertezza ove si pensi alla detenzione degli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi. Infatti, in assenza di una indicazione di quali, tra i diritti amministrativi attribuibili agli strumenti finanziari, possano rientrare nel concetto di “*altri diritti rilevanti*” ai fini dell’applicazione della norma in esame, permane assoluta incertezza sulla possibilità per soggetti industriali di investire in strumenti finanziari emessi da banche, salvo che tali diritti siano del tutto sprovvisti di diritti amministrativi.

Come sopra accennato, al fine di tenere conto del mutato rapporto di partecipazione alla società bancaria sono state apportate modifiche ad altre disposizioni del t.u.b. rientranti nell’ambito della disciplina della partecipazione al capitale⁵⁰⁶ delle banche.

Per quanto di interesse ai fini del presente lavoro preme segnalare la modifica apportata all’articolo 21 t.u.b., ai sensi del quale è prevista la possibilità per la Banca d’Italia di richiedere informazioni ai titolari di partecipazioni. Come sopra ricordato, l’obiettivo della norma non consiste nella cognizione di situazioni che possono condurre, in via diretta o indiretta, a situazioni di controllo o di influenza sulla gestione della banca, ma nella conoscenza della titolarità di ogni partecipazione della banca⁵⁰⁷. Tale potere, che risulta essere coerente con il passato e in linea con le finalità di vigilanza per le partecipazioni rappresentate da azioni, rischia di apparire eccessivo rispetto alle finalità di vigilanza alla luce dell’attuale definizione di partecipazioni⁵⁰⁸. Infatti, come sopra ricordato l’attuale definizione di partecipazioni include

poteva che attribuire all’autorità di vigilanza il compito di individuare dei parametri oggettivi.

⁵⁰⁶ La rubrica del Capo III contiene ancora il riferimento al *capitale*, anche se alla luce delle modifiche effettuare sarebbe più corretto riferirsi alla partecipazione in senso lato.

⁵⁰⁷ Nel senso di cui nel testo, per cui la finalità immediata della disposizione consiste nell’assicurare all’Autorità di vigilanza la *conoscibilità* di tutti gli effettivi titolari di partecipazioni nella banca, si veda TIDU A., *Commento sub art. 21*, cit., p. 134. Con riferimento all’articolo 21 come modificato a seguito della Riforma, si veda SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 48.

⁵⁰⁸ È da notare che la disposizione fa riferimento alle partecipazioni in generale e non alle partecipazioni rilevanti.

tutti gli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi. Pertanto, alla luce di tale disposizione sarebbe in potere della Banca d'Italia richiedere le informazioni previste dall'articolo anche a soggetti finanziatori delle banche (o investitori delle stesse) che non abbiano una effettiva capacità di influenza sulla banca⁵⁰⁹. Giova precisare che, stante la funzione ultima delle disposizioni di cui agli articoli 20 e 21 di strumentalità rispetto all'esercizio del potere di vigilanza⁵¹⁰, il potere della Banca d'Italia di richiedere informazioni dovrebbe comunque essere funzionalmente limitato all'esercizio dell'attività di vigilanza e dovrebbe essere quindi finalisticamente limitato al perseguimento dei fini propri della stessa.

Di rilievo appaiono inoltre, nell'ottica del lavoro, le modifiche apportate all'articolo 23 t.u.b. e, in particolare, al comma 2, laddove si modifica la definizione di controllo (nella forma dell'influenza dominante) al fine di prevedere che lo stesso possa essere determinato dalla detenzione di *partecipazioni*⁵¹¹. Ancora una volta, quindi, si prevede e si disciplina la possibilità che il controllo, quantomeno nella forma dell'influenza dominante, possa essere esercitato sulla banca non solo dagli azionisti, ma da altri soggetti finanziari dotati di diritti amministrativi. Nell'ottica di cui sopra appare di particolare interesse la formulazione del punto n. 2) del secondo comma dell'articolo in parola, laddove si prevede la possibilità che l'influenza dominante sia determinata dal possesso di *partecipazioni* idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza). Da una lettura letterale

⁵⁰⁹ Come rilevato da SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 48, le finalità della norma rischiano di essere frustrate da una lacuna della riforma del diritto societario, che non ha compiutamente disciplinato l'esercizio del diritto di voto da parte dei titolari degli strumenti finanziari e che ha tralasciato di istituire un libro sociale degli strumenti finanziari, dal quale ricavare i dati ad essi relativi e sul quale annotare i trasferimenti di titolarità.

⁵¹⁰ In tal senso, MOTTI, *Commento agli art. 20 e 21*, cit., p. 309; MOTTI, *Commento agli art. 20 e 21*, cit. p. 136.

⁵¹¹ Per una descrizione delle modifiche apportate all'articolo 23 t.u.b. dal legislatore di coordinamento, si vedano ALBANO M., *Commento sub art. 23*, cit., p. 108 e ss.; SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 54 e ss.

della disposizione sembra doversi desumere che il legislatore del t.u.b. ritiene possibile che il potere di nomina e revoca della maggioranza del consiglio sia esercitabile da titolari di *partecipazioni* in genere e, quindi, da titolari di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi (esclusivamente o insieme a titoli azionari). Diversamente da quanto ritenuto da certa dottrina in sede di commento alle disposizioni codicistiche⁵¹², si ammette quindi, in buona sostanza, che i possessori di una o più categorie di strumenti finanziari possano avere influenza dominante su una società.

A meri fini di completezza occorre segnalare la revisione effettuata dell'articolo 24 t.u.b., al fine di collegare lo stesso alla mutata formulazione dell'articolo 19 t.u.b. e quindi di estendere la sospensione collegata alla mancata autorizzazione non solo al diritto di voto, ma anche agli altri diritti collegati alla partecipazione.

Nell'ottica di cui sopra trova giustificazione anche la disposizione di cui all'articolo 25 t.u.b.. Ai sensi di tale articolo, l'obbligo del rispetto dei requisiti di onorabilità stabiliti dal Ministero dell'economia e delle finanze (che per gli azionisti rilevanti) viene esteso a tutti i titolari di partecipazioni rilevanti e, di conseguenza, anche in capo ai portatori di strumenti finanziari che saranno individuati come tali alla luce delle disposizioni contenute nella normativa secondaria di attuazione.

In conclusione sul punto, si può ritenere che la rivisitazione della disciplina in materia di assetti proprietari sia pervasa da un unico filo conduttore. Pare di potere sostenere che il legislatore del t.u.b. abbia dato grande rilevanza all'introduzione nel nostro sistema codicistico di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, dotati di diritti amministrativi, e abbia ritenuto tali strumenti atti, almeno in astratto, a determinare situazioni di controllo (quantomeno nella

⁵¹² Si rimanda, sul punto, alle considerazioni svolte e a quanto riportato nel capitolo 2 del presente lavoro.

forma della influenza dominante sulla società bancaria)⁵¹³. Una volta riconosciuto che il potere di influire sulle scelte sociali è, nel nuovo sistema codicistico, potenzialmente attribuito ad una pluralità di finanziatori della società (soci, portatori di strumenti finanziari di debito o di *equity*) il legislatore del t.u.b. ha adottato un approccio di vigilanza scollegato dalla tipologia di strumento detenuto e, invece, orientato ai diritti attribuiti da tale strumento. In tale prospettiva il legislatore del t.u.b. ha, in buona sostanza, assimilato il trattamento degli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi a quello delle azioni dotate di diritto di voto, anche parziale e condizionato e, così facendo, ha mutato la prospettiva della disciplina in materia di partecipazione al capitale delle banche.

2.3 Le limitazioni poste all'autonomia negoziale della società bancaria nell'adozione dello strumento di finanziamento "strumento finanziario partecipativo"

Alla luce di quanto sopra, il legislatore di coordinamento del t.u.b. si è limitato ad equiparare, in una prospettiva di disciplina, la detenzione di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi alle azioni, ma non ha operato alcun giudizio di valore sull'utilizzo, da parte delle banche, di tale strumento di finanziamento.

In questa prospettiva, la disciplina sugli assetti proprietari si rivela neutra rispetto alla scelta da parte delle banche di utilizzare tale canale di finanziamento, dal momento che non si rinviene nel dettato normativo un generale potere autorizzativo rispetto all'emissione di strumenti finanziari da parte di banche e, di conseguenza, non si fissano criteri per l'esercizio di tale

⁵¹³ Si esprime nel senso di cui nel testo anche SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, cit., p. 279, il quale rileva come l'ampliamento delle tipologie di strumenti di partecipazione alla vita sociale e la latitudine della libertà riconosciuta agli statuti di determinare il contenuto in termini di diritti amministrativi rende complessa l'individuazione del soggetto che controlla l'intermediario, stante la possibilità di creazione di maggioranze "mobili", soprattutto nella forma dell'influenza dominante.

potere, che sarebbero stati utili in un'ottica ricostruttiva.

La mera ricostruzione della disciplina non aiuta quindi a prevedere quale sarà il reale impatto dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi sulla struttura finanziaria della società per azioni bancaria e, in ultima analisi, sulla *governance* della stessa. Al fine di comprendere il concreto impatto sulla *governance* delle banche, appare quindi necessario volgere l'attenzione a quelli che sono altri e diversi limiti posti dalla disciplina di settore all'emissione, da parte delle banche, di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi.

Nell'ambito della disciplina di diritto comune, abbiamo esaminato i limiti quantitativi posti all'emissione di strumenti finanziari da parte di tutte le società per azioni. In particolare, nell'ambito dei paragrafi 3.2 e 3.3 del secondo capitolo del presente lavoro, si è analizzata l'esistenza, con riferimento agli strumenti finanziari c.d. *quasi-debt*, del limite posto dall'articolo 2412, come richiamato dall'articolo 2411 ult. comma, e si è concluso per l'impossibilità di individuare un limite quantitativo espresso all'emissione di strumenti finanziari c.d. *quasi-equity*.

Giova ricordare che in virtù della previsione di cui all'articolo 12, terzo comma, del t.u.b., alle emissioni di obbligazioni da parte delle banche non si applicano i limiti quantitativi previsti dall'articolo 2412⁵¹⁴. Così, come conseguenza dell'equiparazione⁵¹⁵ tra obbligazioni e strumenti finanziari *quasi-debt* di cui all'ultimo comma dell'articolo 2411, disposta dal nuovo comma 4-*bis* dello stesso articolo 12, il limite quantitativo all'emissione non si applica neanche all'emissione, da parte di banche, di tale tipologia di

⁵¹⁴ Ciò in base alla considerazione che lo strumento finanziario è da annoverare tra le forme di raccolta tipiche degli intermediari bancari, diversamente da quanto avviene per le s.p.a. non bancarie che l'utilizzano come forma di finanza straordinaria (Cfr. BALDINELLI C., *Commento sub art. 12*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., 2001 p.79).

⁵¹⁵ Si veda, sul punto, SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, Milano, 2004, p. 29.

strumenti finanziari⁵¹⁶. Alla luce di quanto sopra, dunque, le banche non incontrano, nell'ambito della disciplina di diritto comune, limiti quantitativi all'emissione di strumenti finanziari, siano essi strumenti finanziari quasi-*equity* o quasi-*debt*.

Diverso appare lo scenario volgendo lo sguardo alla disciplina di settore. Qui, seppure, come sopra accennato, sembra doversi escludere la presenza di limiti quantitativi prefissati così come di un generale potere di autorizzazione o di standardizzazione delle forme di partecipazione al rischio dell'impresa bancaria⁵¹⁷, si possono rinvenire limiti, impliciti ed espliciti, alla libertà della società bancaria di fare ricorso alle diverse forme di finanziamento e, di conseguenza, di utilizzare gli strumenti finanziari partecipativi. Come si dirà meglio in appresso, tali limiti non sono limiti quantitativi predeterminati, ma si configurano piuttosto come limitazioni qualitative dell'autonomia statutaria e, più in generale, della libertà della banca di emettere strumenti finanziari partecipativi.

2.3.1 La vigilanza sulle modificazioni statutarie

Come evidenziato nella prima parte del lavoro, l'articolo 2346 cod. civ. richiede che, affinché si possano emettere strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali e amministrativi, lo statuto debba disciplinare *“le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*. Di tal che, affinché le banche possano emettere tali strumenti esse saranno tenute

⁵¹⁶ Giova inoltre segnalare che in virtù del combinato disposto dei commi 3 e 4-bis dell'articolo 12, t.u.b., quantomeno nell'ambito della disciplina di settore bancaria, l'organo amministrativo è il soggetto competente per deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi quasi-*debt*.

⁵¹⁷ In questo senso, SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, 2004, p. 327, il quale rileva come si debba ritenere inidoneo il potere di tipizzazione previsto dall'articolo 117, comma 8, del t.u.b. in quando finalizzato alla mera trasparenza.

a modificare gli statuti al fine di disciplinare l'emissione di tali strumenti⁵¹⁸.

Alla luce delle disposizioni di cui all'articolo 56 t.u.b., già in sede di previsione delle modifiche statutarie si ravvisa una prima limitazione dell'autonomia delle banche nel fare ricorso all'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

Infatti, come noto, l'articolo 56 del t.u.b. attribuisce alla Banca d'Italia il potere di accertare che le modificazioni degli statuti delle banche non contrastino con una sana e prudente gestione e subordina l'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione modificativa all'esito positivo di tale accertamento⁵¹⁹.

Su un piano preliminare, pare di poter affermare con ragionevole certezza che le modifiche volte ad introdurre negli statuti la possibilità di emettere strumenti finanziari, quantomeno se dotati di diritti amministrativi, debbano essere soggette allo scrutinio dell'autorità di vigilanza. Infatti, ai sensi della normativa secondaria di attuazione dell'articolo 56 t.u.b., formano oggetto della valutazione da parte della Banca d'Italia le modificazioni che riguardano, tra l'altro, la denominazione, l'operatività, il capitale sociale, le azioni e il limite al possesso di azioni, la composizione, il funzionamento, i poteri e le attribuzioni degli organi sociali⁵²⁰. In tale ottica, la valutazione circa la compatibilità degli strumenti finanziari con la sana e prudente gestione della banca sembrerebbe avere, in considerazione dei diritti amministrativi attribuibili ai portatori di strumenti finanziari, la medesima *ratio* dello scrutinio circa le modifiche riguardanti il funzionamento, i poteri e le

⁵¹⁸ Ad oggi, tra le prime tre banche italiane, nessuna ha nello statuto disposizioni che prevedono l'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

⁵¹⁹ In generale, sulla portata del potere previsto dall'articolo 56 e sui limiti posti all'autonomia operativa delle banche, si vedano, COSTI R., *L'impresa bancaria dopo l'attuazione della Seconda direttiva comunitaria*, in AA.VV., *Dall'attuazione della II Direttiva CEE in materia bancaria al Testo Unico*, 1993, p. 54; NIGRO, *Intervento*, in AA.VV., *Dall'attuazione della II Direttiva CEE*, cit., p. 100; MARTINA G., *Commento sub art. 56*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, p. 812 e ss.

⁵²⁰ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Titolo III, Capitolo 1, Sezione II.

attribuzioni degli organi sociali.

Per via della disposizione sopra richiamata, come espressamente indicato dalla Banca d'Italia, l'autonomia dell'assemblea nella definizione del testo statutario trova un limite nelle esigenze di vigilanza⁵²¹ e assume particolare rilievo che, in tale contesto, la Banca d'Italia abbia il potere di chiedere la rimozione o la riformulazione di norme statutarie qualora, nella concreta applicazione delle regole, si rilevi che le scelte effettuate rappresentano un ostacolo alla funzionalità aziendale.

Naturalmente, il potere di valutazione e di richiesta di modifica attribuito all'Autorità di vigilanza non è svincolato dal generale ambito delle finalità di vigilanza e l'esercizio dello stesso deve essere guidato da argomenti ritenuti rilevanti ai fini della sana e prudente gestione. Tali argomenti sono enunciati, al fine di limitare la discrezionalità dell'Autorità e di garantire la trasparenza dell'operato della stessa, nelle Istruzioni di vigilanza quali criteri di valutazione dell'attività (di vigilanza) posta in essere dall'autorità⁵²².

Nell'ambito dell'esercizio dei poteri sopra richiamati, dunque, la Banca d'Italia non si dovrà limitare ad effettuare una valutazione di carattere discrezionale circa l'introduzione negli statuti dei soggetti vigilati della possibilità di emettere strumenti finanziari, ma potrà inoltre intervenire sulla definizione delle caratteristiche e dei diritti che tali strumenti potranno avere⁵²³. Infatti, nel rispetto dei criteri di valutazione che la Banca d'Italia vorrà darsi, essa potrà, nel contesto del processo di approvazione delle

⁵²¹ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Titolo III, Capitolo 1, Sezione I.

⁵²² I criteri di valutazione attualmente previsti dall'Allegato A del Titolo III, Capitolo 1 non fanno espresso riferimento agli strumenti finanziari partecipativi. Appare auspicabile sul punto una rivisitazione di tali criteri volta a tenere conto delle peculiarità delle modifiche volte ad introdurre nello statuto la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi. In ogni caso, anche in assenza di tale previsione, sembra che possano venire in rilievo i criteri di valutazione dettati in tema di organi sociali laddove si presta particolare attenzione alla distribuzione delle competenze e dei poteri tra i vari organi sociali, alla snellezza dei processi decisionali e agli obblighi e diritti di informativa.

⁵²³ Sull'ampiezza dei poteri attribuiti alla Banca d'Italia, si veda MARTINA G., *Commento* sub art. 56, cit., p. 827.

modifiche statutarie, intervenire sulle singole previsioni e, di conseguenza, regolare l'attribuzione dei diritti e l'esercizio degli stessi in modo tale da assicurare che il nuovo strumento di finanziamento adottato non rischi di influire in maniera negativa sulla *governance* bancaria.

Alla luce di quanto sopra si configura un generale potere di controllo da parte della Banca d'Italia, quantomeno con riferimento all'emissione di strumenti finanziari capaci, in virtù dei diritti amministrativi ad essi attribuiti, di influenzare la gestione della banca. L'Autorità di vigilanza potrà quindi utilizzare il potere autorizzatorio ad essa conferito quale strumento attivo di conformazione degli strumenti emettibili dai soggetti vigilati.

2.3.2 La disciplina della raccolta in titoli delle banche

Accanto al limite all'autonomia statutaria sopra indicato, che pare, per certi versi, applicabile principalmente (ma non esclusivamente) all'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi⁵²⁴, un ulteriore vincolo all'autonomia statutaria e gestionale delle banche sembra dettato dalla nuova formulazione dell'articolo 12 t.u.b.. Come sopra accennato il legislatore del d.lgs. n. 37/2004 è intervenuto sull'articolo 12 t.u.b. al fine di proporre una sostanziale equiparazione tra gli strumenti finanziari *quasi-debt* di cui all'ultimo comma dell'articolo 2411 e le obbligazioni.

Così, la nuova formulazione del quinto comma del citato articolo 12 dispone che la Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, ha il potere di disciplinare l'emissione di strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni. Il riferimento non risulta di immediata comprensione e la disposizione contenuta nel quinto comma sembra essere mal coordinata con le altre previsioni dell'articolo in parola.

⁵²⁴ L'elemento centrale per l'applicabilità delle previsioni sopra richiamate e la conseguente necessità di sottoporre la modifica statutaria ad approvazione della Banca d'Italia sembra essere l'attribuzione di diritti amministrativi agli strumenti finanziari la cui emissione si consente con la modifica statutaria soggetta ad approvazione. In tale prospettiva, e su un piano puramente teorico, l'inserimento di una previsione statutaria che non abbia alcun riflesso sulla *governance* bancaria potrebbe non essere soggetta a preventiva autorizzazione.

La *ratio* della previsione sembra essere dettata dall'esigenza di colmare il vuoto di disciplina creato dalla nuova formulazione dell'articolo 12, comma 4-*bis*, che esclude l'applicabilità delle disposizioni del codice civile all'emissione di strumenti finanziari quasi-*debt* da parte di banche⁵²⁵. Giova precisare che il comma 4-*bis* fa espresso riferimento agli strumenti finanziari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni prevista dal codice civile e opera una piena assimilazione degli stessi alle obbligazioni anche nell'ambito della disciplina di settore. Tale assimilazione è basata essenzialmente sulla similarità della causa giuridico-economica sottostante gli strumenti finanziari quasi-*debt* e le obbligazioni e sembra prescindere dalla circostanza che tali strumenti siano dotati o meno di diritti amministrativi.

Diversamente da quanto previsto dal comma 4-*bis*, il riferimento contenuto nel quinto comma dell'articolo 12, è agli “strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni”; tale riferimento sembra lasciare intendere che il potere della Banca d'Italia di disciplinare l'emissione di tali strumenti sia limitato ai soli strumenti finanziari sforniti di diritti amministrativi. Infatti, se il termine partecipazioni, secondo la nuova definizione contenuta nell'articolo 1, comprende i soli strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi o comunque i diritti *ex* articolo 2351 ult. comma, il riferimento in parola a tutti gli strumenti finanziari diversi da questi ultimi sembra restringere il potere

⁵²⁵ Così SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, cit., p. 30. L'A. rileva inoltre come ci sia una parziale sovrapposizione tra la disposizione contenuta nel quinto comma con la disposizione di cui al settimo comma dello stesso articolo che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di disciplinare l'emissione, da parte di banche, di prestiti subordinati o irredimibili, siano essi emessi sotto forma di obbligazione o sotto altra forma. Infatti, posto che, come rilevato in precedenza, gli strumenti finanziari quasi-*debt* di cui all'articolo 2411, ult. comma, doc. civ., sembrano appunto consentire l'emissione di prestiti irredimibili, ci sarebbe una duplicazione dell'attribuzione del potere alla Banca d'Italia di disciplinare tali strumenti, con la particolarità che tale potere sarebbe esercitabile in conformità alle deliberazioni del CICR nella generalità dei casi, mentre sarebbe esercitabile in via autonoma laddove la Banca d'Italia disciplini l'emissione di strumenti finanziari aventi le caratteristiche di prestiti irredimibili.

regolatorio dell'autorità agli strumenti sforniti di tali diritti⁵²⁶.

Accedendo a tale interpretazione, che pure appare la più corretta su un piano letterale⁵²⁷, si frustrerebbe la *ratio* stessa della norma. Infatti la Banca d'Italia perderebbe il suo potere regolatorio (in conformità agli indirizzi del CICR) con riferimento agli strumenti di raccolta che siano comunque dotati di un qualche diritto amministrativo. Di tal che, appare preferibile ricostruire la portata della disposizione di cui al comma 5 in continuità con l'assimilazione operata dal comma 4-*bis* e, così facendo, riconoscere il potere di regolazione da parte dell'Autorità di vigilanza con riferimento a tutti gli strumenti finanziari assoggettati alla disciplina delle obbligazioni prevista dal codice civile, prescindendo dalla circostanza che tali strumenti siano dotati o meno di diritti amministrativi.

In vigenza della normativa pre-riforma, la Banca d'Italia ha esercitato (in conformità alla previsioni della delibera adottata con decreto n. 242631 emanato dal Ministro del tesoro il 22 giugno 1993) la facoltà regolatoria sopra menzionata con riferimento alle obbligazioni e ad altri strumenti di raccolta.

Le Istruzioni di Vigilanza per le Banche contengono infatti una disciplina

⁵²⁶ Nello stesso senso, ALBANO M., *Commento sub art. 12*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, p. 56; l'A. si esprime nel senso di cui nel testo precisando, tuttavia, che la formulazione della norma dimostra ulteriormente la circostanza che solo gli strumenti finanziari privi di diritti amministrativi, o comunque non in grado di incidere sostanzialmente sulla gestione sociale, rappresentano strumenti di raccolta.

⁵²⁷ La formulazione del quinto comma dell'articolo 12 e il riferimento agli strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni potrebbe poggiare sull'errata convinzione che gli strumenti finanziari attratti nell'ambito di applicazione della definizione di partecipazioni siano solo quelli quasi-*equity*. In tale prospettiva, il riferimento agli strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni, andrebbe letto come riferimento agli strumenti finanziari diversi dagli strumenti quasi-*equity* e, quindi, agli strumenti finanziari obbligazionari o quasi-obbligazionari. Tuttavia, come già accennato, la nozione di partecipazione non contiene alcun riferimento ai diritti economici attribuiti agli strumenti finanziari, di tal che non appare dubitabile la possibilità che uno strumento finanziario avente come sottostante un rapporto di finanziamento sia attratto dalla nozione di *partecipazioni* rilevante ai fini della normativa degli assetti proprietari, allorquando lo stesso preveda l'attribuzione di diritti amministrativi.

della raccolta in titoli delle banche⁵²⁸. Tale disciplina non è stata ancora modificata a seguito della riforma del diritto societario e alle modifiche apportate al t.u.b., ma può costituire un utile strumento per individuare ulteriori potenziali limiti posti all'autonomia delle banche nell'emissione di strumenti finanziari quasi-*debt*.

Infatti, su un piano generale rileva che, ai sensi delle Istruzioni, la Banca d'Italia può prevedere limiti specifici alla raccolta in titoli delle banche nel caso in cui le relative caratteristiche contrastino con la sana e prudente gestione delle banche stesse. Alla luce di tale generale previsione, dunque, la Banca d'Italia avrà la facoltà, qualora ne ravvisi le esigenze di vigilanza, di limitare la capacità delle banche di effettuare raccolta tramite l'emissione di detti strumenti.

Prescindendo da tale generico potere di porre limiti all'emissione, appare ragionevole immaginare che, in sede di regolamentazione delle emissioni di strumenti finanziari, la Banca d'Italia adotti previsioni analoghe a quelle dettate per le obbligazioni, i certificati di deposito e i buoni fruttiferi. Così, saranno ragionevolmente disciplinati tanto i requisiti patrimoniali che le banche dovranno avere per effettuare operazioni di raccolta tramite strumenti finanziari quanto le caratteristiche di tali strumenti finanziari⁵²⁹.

Giova precisare che, pur in assenza di una disciplina specifica per le

⁵²⁸ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le Banche, Titolo V, Capitolo 3.

⁵²⁹ Per dare un'idea del tipo di previsioni che potrebbero essere dettate con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, si può fare riferimento alle disposizioni dettate dalle Istruzioni di vigilanza in tema di obbligazioni. Le Istruzioni dispongono un taglio minimo non inferiore a 10.000 Euro, che può essere ridotto fino a 1.000 Euro solo per le emissioni di taglio superiore ad una determinata soglia o per le emissioni effettuate da banche in possesso di alcuni requisiti relativi a patrimonio di vigilanza e bilancio in utile. Con riferimento alle obbligazioni in sé, le Istruzioni dispongono poi che le stesse devono avere una durata originaria minima non inferiore a 36 e una durata media non inferiore a 24 mesi. Prevedono poi che il rimborso anticipato delle stesse, su iniziativa della banca, non può avvenire prima che siano decorsi 18 mesi dalla chiusura del collocamento. Giova precisare infine che non è consentita l'emissione di titoli denominati "obbligazioni" che possiedano caratteristiche diverse da quelle indicate nelle presenti Istruzioni, così come è vietata l'emissione di titoli dotati delle caratteristiche indicate per le obbligazioni ma diversamente denominati.

operazioni di raccolta effettuate tramite emissione di strumenti finanziari, le banche potrebbero sin d'ora (sempre dopo l'introduzione di apposita previsione statutaria) ricorrere all'emissione di strumenti finanziari anche in costanza dell'attuale disciplina secondaria. Infatti, ai sensi delle disposizioni di vigilanza vigenti, le banche hanno la possibilità di raccogliere risparmio anche attraverso l'emissione di titoli aventi caratteristiche diverse da quelle fissate per le obbligazioni e per i certificati di deposito e i buoni fruttiferi. Tuttavia, in tal caso, le Istruzioni di vigilanza, facendo leva sulla sussistenza di esigenze conoscitive della Banca d'Italia nei casi in cui tali emissioni rappresentino una quota significativa delle passività della banca, dispongono specifici obblighi di segnalazione in capo alle banche.

In ogni caso, dovrebbero essere rispettate le disposizioni in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali (secondo quanto previsto dal Titolo X, Cap. 1 delle Istruzioni di vigilanza) e, in particolare, per quanto qui di interesse, le banche sarebbero tenute ad adottare tutte le misure idonee ad agevolare l'individuazione da parte del pubblico dei diversi strumenti di raccolta.

2.3.3 Ipotesi residuali: gli strumenti finanziari quasi-equity sforniti di diritti amministrativi

Per concludere, in termini di analisi di disciplina, pare di poter affermare che la disciplina di settore contenga dei limiti all'autonomia delle banche di procedere all'emissione di strumenti finanziari con riferimento ad una pluralità di fattispecie. Così, in virtù delle disposizioni di cui all'articolo 56 t.u.b. sono indirettamente soggette ad uno scrutinio di compatibilità con la sana e prudente gestione della banca le emissioni di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi. Ciò a prescindere dalla circostanza che si tratti di strumenti finanziari quasi-*equity* o quasi-*debt*.

Per altro versante, gli strumenti finanziari quasi-*debt* sono soggetti alla disciplina degli strumenti di raccolta, ai sensi della quale la Banca d'Italia può prevedere limiti specifici alla raccolta in titoli nel caso in cui le relative caratteristiche contrastino con la sana e prudente gestione delle banche stesse. Anche in questo caso, sulla base della ricostruzione offerta, l'assoggettamento al potere regolatorio della Banca d'Italia prescinde dalla circostanza che tali strumenti siano dotati o meno di diritti amministrativi.

Alla luce di quanto sopra l'unica tipologia di strumenti finanziari la cui emissione da parte delle banche non subisce un potere, regolatorio⁵³⁰ o autorizzativo, dell'Autorità di Vigilanza sembra essere quella degli strumenti finanziari quasi-*equity* sforniti di diritti amministrativi. Vista l'incapacità di tali strumenti di determinare un potere di influenza sulla *governance* bancaria o di caratterizzarsi quali strumenti di esercizio di un'attività legislativamente riservata, il legislatore non ha reputato di intervenire al fine di regolare l'emissione degli stessi.

Resterà da vedere se, in sede di aggiornamento delle Istruzioni di Vigilanza, la Banca d'Italia disegnerà per l'emissione di tutti gli strumenti quasi-*equity* una disciplina analoga a quella contenuta nelle Istruzioni di Vigilanza con riferimento agli aumenti di capitale⁵³¹. Con riferimento a tale fattispecie, la Banca d'Italia richiede che le banche vigilate trasmettano una informativa preventiva in cui siano illustrati: modalità e tempi dell'operazione, obiettivi perseguiti (quali, ad esempio, esigenze di finanziamento di società, nuovi investimenti partecipativi, modifiche degli assetti proprietari), gli effetti che l'operazione determina sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria

⁵³⁰ Naturalmente si fa riferimento a poteri diversi dal generale potere di conformazione di cui all'articolo 117 t.u.b.. Sulla facoltà di tipizzazione attribuita alla Banca d'Italia, si veda, CARRIERO A.M., *Commento sub art. 117*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., p. 117; MAJELLO U., *Commento sub artt. 115-120*, in BELLÌ F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003.

⁵³¹ Cfr. Istruzioni di vigilanza per le banche, Titolo III, Capitolo 1, Sez. III.

della banca. Tali informazioni entrano a far parte del complessivo patrimonio informativo a disposizione della Banca d'Italia ai fini del monitoraggio della situazione tecnica degli intermediari.

Pur prescindendo da esigenze di carattere regolatorio, sembra plausibile che tali esigenze informative possano sussistere anche con riferimento all'emissione di strumenti finanziari quasi-*equity* e, pertanto, la Banca d'Italia estenda tali obblighi di informativa preventiva anche alle emissioni di strumenti finanziari per le quali non è previsto uno specifico scrutinio preventivo legato ai diritti ad essi attribuiti o alla natura di strumenti di raccolta.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La disciplina degli assetti di controllo delle banche è stata, dalla privatizzazione sostanziale in poi, uno degli aspetti centrali dell'ordinamento bancario. La riforma, con le modifiche in tema di rapporto di partecipazione alle società, ha ampliato significativamente il novero di strumenti che consentono una influenza sulla società, in generale, e su quella bancaria, in particolare.

Con riferimento al rapporto di partecipazione, le banche sono quindi chiamate a confrontarsi con la riforma anche nella posizione di utenti della stessa e sono tenute ad individuare una struttura finanziaria e organizzativa adeguata per competere sul mercato.

È stata apprezzabile la scelta del legislatore della Riforma di consentire, sostanzialmente senza limiti, l'applicazione della stessa alle società bancarie. Ciò consente di continuare il percorso di compenetrazione e osmosi tra la normativa di settore bancaria e il diritto societario comune.

Come sopra rilevato, la scelta del legislatore di coordinamento di non operare un giudizio di valore sull'utilizzo, da parte delle banche, dei nuovi strumenti di finanziamento messi a disposizione dalla Riforma sembra voler spostare su un piano tecnico la valutazione circa la compatibilità tra gli strumenti di finanziamento messi a disposizione delle società di capitali, da una parte, e la disciplina degli assetti di controllo e della struttura finanziaria delle banche, dall'altra.

Così il legislatore di coordinamento non ha precluso alle banche la possibilità di fare ricorso agli strumenti finanziari, ma si è limitato ad assoggettare gli stessi ai medesimi limiti previsti dalla normativa di settore in tema di assetti proprietari e di struttura finanziaria delle società bancarie. Esso ha imposto l'applicabilità delle novità dettate dalla riforma anche alle società bancarie, ma

ha mantenuto, al contempo, alcuni presidi a salvaguardia degli interessi pubblici difesi dalla normativa di settore.

Sul primo punto, sembra doversi condividere l'opinione di coloro che sostengono che non potrebbe ritenersi legittima una normativa secondaria che, ponendo limiti aprioristici o di carattere generale all'utilizzo degli strumenti finanziari, si ponga in contrasto con la disciplina primaria⁵³². Allo stesso modo dovrebbero essere valutati comportamenti dell'Autorità di vigilanza che si pongano in contrasto con la normativa primaria stessa. Infatti, un'aprioristica preclusione all'esercizio, da parte delle banche, del diritto di emettere strumenti finanziari rappresenterebbe un'indebita costrizione dell'autonomia statutaria delle banche che, in quanto non dettata dalla normativa primaria, si porrebbe in contrasto con la stessa.

I paletti posti dalla normativa di settore a presidio degli interessi pubblici tutelati dalla regolamentazione sembrano essere funzionalmente collegati tra loro e finalizzati alla salvaguardia del principio della sana e prudente gestione, che rappresenta, al contempo, il fine dell'attività di vigilanza e il criterio di esercizio della discrezionalità attribuito all'autorità di vigilanza.

In questa prospettiva, tanto le previsioni di cui all'articolo 56 t.u.b. in merito al potere autorizzatorio dell'autorità di vigilanza delle modifiche statutarie finalizzate all'emissione di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, quanto le previsioni di cui all'articolo 12 t.u.b. circa il potere di disciplina degli strumenti finanziari quasi-*debt*⁵³³ sono funzionalizzate alla salvaguardia della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati.

In tal modo, la discrezionalità attribuita all'Autorità di vigilanza nell'esercizio dei poteri autorizzativi e regolatori ad essa attribuiti assume carattere strettamente tecnico-prudenziale. In altri termini, la valutazione strategica

⁵³² Così anche SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, 2004, p. 327.

⁵³³ E, con parziale sovrapposizione tra le due disposizioni, degli strumenti finanziari incorporanti un prestito subordinato o irredimibile.

positiva circa la compatibilità tra gli strumenti finanziari e la disciplina di settore bancaria risulta operata su un piano di normativa primaria, mentre spetterà all'Autorità di vigilanza il compito di regolare e limitare il solo utilizzo concreto di quei particolari strumenti finanziari, la cui emissione possa compromettere la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati.

È significativo che, ad oggi, le prospettive aperte dalla Riforma in termini di nuovi strumenti di partecipazione alla società bancaria siano del tutto inesplorate. Sembra avere prevalso, fino ad oggi, la diffidenza nei confronti di strumenti nuovi, innovativi che, fino a che non saranno pienamente assimilati dagli operatori, rischiano di comportare eccessivi costi di negoziazione e una scarsa riconoscibilità delle forme di partecipazione al rischio d'impresa.

Su tale mancato utilizzo degli strumenti di finanziamento introdotti dalla Riforma potrebbe avere influito anche la mancata emanazione della disciplina secondaria di attuazione che – in un settore estremamente regolamentato, quale quello bancario – è spesso utile guida per i processi di elaborazione della prassi applicativa. Inoltre, in assenza della determinazione della qualità e del peso che tali strumenti avranno nella formazione del patrimonio di vigilanza, le banche non conoscono ancora quale sarà l'effettiva appetibilità in termini patrimoniali.

Proprio con riferimento all'emanazione della normativa secondaria in materia di struttura finanziaria della società bancaria, il compito dell'Autorità di vigilanza appare non semplice. Come sopra detto, si ritiene di dover condividere l'opinione di chi non riconosce (SEPE) un potere di standardizzazione delle forme di partecipazione al rischio dell'impresa bancaria e, d'altro canto, appare comunque difficile immaginare che l'Autorità possa prefigurare in astratto i diritti che consentono di *condizionare scelte organizzative o gestionali di carattere strategico* della società bancaria. Essa potrà ragionevolmente fissare i criteri guida per l'individuazione delle fattispecie rilevanti, ma, quantomeno in sede di prima applicazione, non potrà

fissare rigide disposizione che potrebbero risultare eccessivamente restrittive.

Anche a seguito dell'emanazione della disciplina secondaria, dunque, resterà un ampio margine di discrezionalità amministrativa in capo all'Autorità di settore e lo sviluppo di tali strumenti dipenderà dall'uso che l'Autorità ne farà e dalla capacità delle grandi banche italiane – che più avvertono l'esigenza di competere sui mercati – di confrontarsi con l'Autorità prospettando soluzioni applicative volte a contemperare le esigenze di elasticità della struttura finanziaria delle banche con le note esigenze di vigilanza. In questo, il dialogo che si aprirà in sede di revisione degli statuti volti ad introdurre la possibilità di emettere gli strumenti in parola potrà costituire un utile canale di comunicazione tra il mondo delle imprese bancarie e l'organo di controllo.

In conclusione è da domandarsi quale sarà, in concreto, l'utilizzo di tali strumenti da parte delle società bancarie.

Utilizzando una felice metafora, un illustre giurista (ENRIQUES) – paragonando il legislatore della Riforma ad un Barbablù, che consegna le chiavi della stanza degli strumenti finanziari agli operatori di mercato – avanzava dubbi sulla voglia e sulla curiosità degli operatori di emettere strumenti finanziari partecipativi sfidando la reazione dei giuristi, interpreti del volere del perfido personaggio di Perrault. Questi dubbi potrebbero essere ancora più evidenti in un settore, quale quello bancario, in cui il perfido guardiano ha le forme di una severa Autorità di Vigilanza.

Tuttavia, qualora funzionasse, il dialogo preventivo in sede di revisione degli statuti potrebbe fornire un indubbio vantaggio alle società bancarie, che avrebbero la possibilità di ricevere, prima di procedere all'emissione, il conforto del soggetto deputato a controllarle.

Se così sarà il burattino di legno strumento finanziario – che esiste oggi nel solo mondo un po' etero dei giuristi – potrà diventare un *bambino vero* ed entrare a far parte, a pieno titolo, nella famiglia degli strumenti di

partecipazione alla società, in generale, e a quella bancaria, in particolare.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV. *La riforma del diritto societario e le banche, Nuovi modelli, nuovi strumenti: opportunità e criticità*, ABI, 2003.

AA.VV., *Diritto della banca e del mercato finanziario, Volume I – I soggetti*, a cura di ALLEGRI e altri, Bologna, 2000.

AA.VV., *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di BONFANTI e FALCONE, Milano, 2004.

AA.VV., *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980.

ABBADESSA P. – ROJO A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, 1993.

ABBADESSA P., *La nomina diretta di amministratori di società da parte dello stato e di enti pubblici (problemi ed ipotesi)*, in *Impresa, ambiente e pubblica amministrazione*, I, 1975.

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975.

ABRIANI N., *Commento all'art. 2348*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, 2004.

ABRIANI N., *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, 2004.

ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2002.

ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

ALBANO M., *Commento sub art. 1 [t.u.b.]*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005, Parte I*, 2006.

ALBANO M., *Commento sub art. 1 [t.u.f.]*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005, Parte II*, 2006.

ALBANO M., *Commento sub art. 11, 12, 19, 25 [t.u.b.]*, in MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005, Parte I*, 2006.

ALLEGRI V., *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2, 2004.

ALLEGRI V., *La banca tra diritto comune e legge speciale*, in AA. VV., *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Bologna, 2003.

AMABILI F., *Venture capital e private equity: struttura negoziale e profili giuridici*, in *Dir. e pratica società*, 2001.

AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di tipo speciale*, in *Le società*, 1991.

AMOROSINO, *Il d.lgs. 37/2004: l'estensione "filtrata" del nuovo diritto societario alle società bancarie e finanziarie*, in *Mondo banc.*, 5/2004.

ANGELICI V., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.

ANGELICI, *Delle azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1992.

ANGELICI, *Documentazione e documento. Diritto civile*, in *Enc. Giur. Treccani*, XI, Roma, 1989.

ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2, 1, Torino, 1991.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2004.

ANTONUCCI A., *Assetti proprietari*, in ALPA G. e CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2002.

ANTONUCCI A., *Diritto delle banche*, Milano, 2006.

ANTONUCCI A., *I rapporti banca-industria fra legge bancaria e legge antitrust*, in FRIGNANI A., PARDOLESI R., PATRONI GRIFFI A., UMBERTAZZI L.C. (a cura di), *Diritto antitrust italiano*, II, Bologna, 1993.

APPIO C.L., *Il nuovo procedimento di autorizzazione alla partecipazione al capitale delle banche fra legge e normazione secondaria*, in *Giur. comm.*, I, 1995.

ARRIGONI A., *Un confronto tra la vecchia e la nuova normativa sul rapporto Banca-Impresa*, in *Banche e banchieri*, 1998.

ASCARELLI, *Titoli di credito*, in *Nuovo dig. It.*, Torino, 1938.

ASCARELLI T., *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi Giuridici*, II, 1959.

ASCARELLI T., *Il problema preliminare dei titoli di credito e la logica giuridica*, in *Riv. dir. comm.*, 1956.

ASCARELLI T., *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.

ASCARELLI T., *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V libro IV del nostro codice*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1954.

- ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. Soc.*, 1961.
- ASQUINI, *Titoli di credito*, Padova, 1963.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Diritto delle società*, Bologna, 2006.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1996.
- AUDINO A., *Commento sub art. 2411-2412*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.
- BAGELLA M. – PAGANETTO L., *Proprietà e controllo nel sistema bancario italiano: punti di forza e punti di debolezza del nuovo ordinamento*, in *Le Banche. Regole e Mercato dopo il T.U. delle leggi creditizie*, a cura di S. AMOROSINO, Milano, 1993.
- BALDINELLI C., *Commento sub art. 12*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed., 2001.
- BARTALENA A., *I patrimoni destinati a uno specifico affare*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2003.
- BARTALENA A., *Le nuove obbligazioni*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2005.
- BARTALENA A., *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2004.
- BARUCCI F., *Le opportunità offerte dalle nuove speciali categorie di azioni*, in *Dir. e pratica delle società*, 2004.
- BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. Soc.*, 2005.
- BELLEZZA, *Nuove opportunità per il finanziamento delle imprese*, in *Dir. prat. soc.*, 2003.
- BELLI F. – SANTORO V., *Il titolo quinto della legge antitrust: norme in materia di partecipazione al capitale degli enti creditizi*, in *Dir. Banc.*, I, 1992.
- BELLI F., *Direttive CEE e riforma del credito*, Milano, 1993.
- BIONE M., *Le azioni*, in COLOMBO- PORTALE (a cura di), *Trattato delle società*, II, Torino, 1991.
- BIRDS J. – BOYLE A.J., *Boyle & Birds' Company Law*, Bristol, 1995.
- BLANDINI A., BRESCIA MORRA C., DI SABATO F., FERRI JR. G., FORTUNATO S., MIOLA M., PERLINGIERI P., POTITO L., WEIGMANN R., *Il capitale sociale, oggi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2006.
- BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. Comm.*, 2004.
- BOCCA R., *Commento all'art. 2346, commi 1-5*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs.*

17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), 2004.

BOCCHINI E. (a cura di), *La struttura finanziaria delle società per azioni*, Vol. IV, Cedam, Padova, 1993.

BOER A., *Strumenti di finanziamento «interno» della società di capitali*, 1985.

BONDAVALLI D., *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1995.

BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985

BONELLI F., *Gli amministratori di spa - Dopo la riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2004

BONELLI F., *La revoca degli amministratori nominati dallo stato o da enti pubblici* (Nota a Cass., 15 luglio 1982, n. 4139, *Perciabosco c. Soc. Siace*), in *Giur. comm.*, 1983, II.

BONFANTE, *Commento sub art. 2526*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1), 2004.

BORTOLUZZI A., *La cultura del nuovo diritto societario e la prassi: adeguamenti statutari nelle società di capitali*, in *Vita notarile*, 2004 fasc. 1.

BOULOC, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs* (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983), in *Rev. Soc.* 1983.

BRANCADORO G., *Commento sub articolo 2411, Commento sub articolo 2412*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.

BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, in *Quaderni romani di dir. comm.*, Giuffrè, 2005.

BRATTON W.W., *Bratton's Corporate Finance*, 5th, 2005 Supplement, 2000.

BRATTON W.W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, New York, 2000.

BREALEY R.A., MYERS S. C., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, Mc Graw-Hill, 1999.

BRESCIA MORRA C., *Commento all'art. 19*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

BRESCIA MORRA C., *Le forme della vigilanza*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, I, 2005.

BRESCIA MORRA C., *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Milano, 2000.

BUONOCORE, *Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6*

recante «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative», in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in Giur. Comm., Supplemento al n. 4/03.

BUONOCORE, *La riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004.

BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I

BUONOCORE, V. (A CURA DI): *Manuale di Diritto Commerciale*, Giappichelli, 2007

BUONOMO D., *Gli «strumenti finanziari» nella riforma del diritto societario*, in BASSI A., BELVISO U., BOCCHINI E., BUONUOMO D., DI SABATO F., TAURINI G., SANDULLI M. (a cura di), *Impresa e società, Studi dedicati a Federico Martorano*, 2006.

BUSSOLETTI M., *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati*, in *Riv. Dir. Comm.*, n. 1-2-3, 2007.

CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.

CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di S. AMBROSIANI, Torino, 2003.

CAMPOBASSO G.F., *Commento sub Art. 1*, in CAMPOBASSO G.F. (diretto da) *Testo Unico della Finanza, Commentario*, 2002.

CAMPOBASSO G.F., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in ABBADESSA P. – ROJO A. (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, 1993.

CAMPOBASSO G.F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in PORTALE (a cura di) *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, 1983

CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, COLOMBO-PORTALE (diretto da), Torino, 1998.

CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni al capitale delle banche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1994.

CAMPOBASSO G.F., *Le partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1995.

CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze e progetti*, ABADESSA-ROJO (a cura di), Milano, 1993.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale, Diritto delle Società*, Ed. 5, 2002.

CAPOLUPO S., *Il regime fiscale degli strumenti finanziari ibridi e dei patrimoni dedicati*, in *Fisco*, 2003.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, Cedam, Padova, 2003.

CAPRIGLIONE F., *Applicabilità del nuovo diritto societario agli intermediari bancari e finanziari. Problemi e prospettive*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003.

CAPRIGLIONE F., *Commento sub art. 10*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

CAPRIGLIONE F., *Costituzione di banche e rapporto banca-industria*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1988.

CAPRIGLIONE F., *Crisi di sistema e innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l.n. 262 del 2005)*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2007, II.

CAPRIGLIONE F., *Disciplina delle partecipazioni bancarie e sottoscrizione di «strumenti finanziari partecipativi»*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2, 2007.

CAPRIGLIONE F., *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria, Prime riflessioni*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, Bari, 1993.

CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005.

CAPRIGLIONE F., *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994.

CARBONE S.M., *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in *Riv. Soc.*, 2000.

CARBONETTI F., *Dai “Valori mobiliari” agli “Strumenti finanziari”*, in *Riv. Soc.* 1996, 1103.

CARBONETTI F., *Emissione di obbligazioni indicizzate e limite del capitale sociale*, in *Riv. Soc.*, 1984.

CARIELLO V., *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, 1997.

CARLOTTI M., *Tecniche di private equity*, 2003.

CARPENZANO G., *Titoli non partecipativi e operazioni fuori bilancio*, in *Corriere tributario*, 12, 2007.

CARRIERO A.M., *Commento sub art. 117*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

CASTALDI G., *Il testo unico bancario tra innovazione e continuità*, Torino, 1997.

CAVALLO BORGIA R., *Le azioni e le obbligazioni*, in GALGANO (diretto da), *Le società, Trattato*, Torino, 2002.

CAVALLO BORGIA R., *Società per azioni*, Tomo IV, *Delle Obbligazioni*, in

Commentario Scialoja – Branca, 2000.

CERA M., *Condizioni di accesso all'attività bancaria*, in ALPA G. e CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2002.

CERRATO S. A., *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2-3, 2004.

CHIAIA M., FRANCIOSI L. M., *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 4, 2005.

CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, I, 2006.

CHIOMENTI F., *Titoli obbligazionari c.d. «bull and bear»: obbligazioni o titoli per obbligazioni in borsa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1987, I.

CHIRICHIGNO S., LUPI R., STANCATI G., STEVANATO D., *Conferimenti e "apporti" in società di opere e servizi*, in *Dialoghi di diritto tributario*, 4, 2004.

CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità della fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, maggio-giugno 2005.

CIAN M., *Gli strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2006.

CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007.

CIAN M., *Note sui rapporti tra il nuovo diritto societario e il regime di dematerializzazione*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2004.

CIANI F., *Strumenti finanziari ibridi e patrimoni destinati*, in *Fisco*, 1, 2005.

CINCOTTI C., DIEDDU ARRICA F., *Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi*, in *Giur. Comm.*, 2003.

CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004.

CIOCCA, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino 2000.

CIOCCA – FRASCA F., *I rapporti tra industria e finanza, Problemi e prospettive in Pol. Econom.*, 1987.

CLEMENTE, *Commento sub art. 53*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

CLEMENTE, *Strumenti tecnici di vigilanza prudenziale*, in ALPA G. – CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2002.

- COLAVOLPE A., *Il decreto di coordinamento del Testo unico bancario con la riforma: un primo commento*, in *Le Società*, n. 8, 2004.
- COLAVOLPE A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Società*, 2003.
- COLAVOLPE A., *Riforma delle società di capitali: note sulla nuova disciplina delle azioni e di "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le Società*, 2003.
- CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia 1894-1906*, I, 1974.
- COOK W., *A treatise on the law of the Corporations having a Capital Stock*, New York 1923.
- CORASANITI G., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni: dalla riforma del diritto societario alla riforma dell'imposta sul reddito delle società*, in *Diritto e pratica tributaria*, 5, 2003.
- CORRADI M.C., *Le partecipazioni societarie che non veicolano il controllo: riflessioni di economia e diritto antitrust*, in *Riv. Dir. Comm.*, n. 4-5-6, 2007.
- CORSI F., *Diritto dell'impresa*, Milano, 2003.
- CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003.
- CORSI F., *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003.
- COSTA A., *Commento sub art. 2411, Commento sub art. 2412*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, 2007.
- COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004.
- COSTI R., *Banca e Industria*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995.
- COSTI R., D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. Comm.*, 1990.
- COSTI R., *Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, I, 2005.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006.
- COSTI R., *L'impresa bancaria dopo l'attuazione della Seconda direttiva comunitaria*, in AA.VV., *Dall'attuazione della II Direttiva CEE in materia bancaria al Testo Unico*, 1993.
- COSTI R., *L'identificazione dei soci delle società bancarie*, in *Banca Imp. e Soc.*, 1986.
- COSTI R., *L'impresa bancaria dopo l'attuazione della seconda direttiva comunitaria*, in ANTONUCCI (a cura di), *Dall'Attuazione della II direttiva Cee in materia bancaria al t.u.*, Bari, 1993.

- COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001
- COSTI R., *Riforma societaria e ordinamento bancario*, in *Banca impresa e società*, 2003.
- COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*.
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, vol. I, Padova, 1994.
- D'ALESSANDRO, "Fattispecie" e "Disciplina" del titoli azionario, in *Riv. Dir. civ.* 1971.
- D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968.
- DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6th ed., London, 1997.
- DE ACUTIS M. – SANTINI, *La riforma delle società, S.p.A., Amministrazione e controllo*, Milano, 2003.
- DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *I quaderni della Rivista di Diritto Civile – Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, 2004.
- DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999
- DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DE ANGELIS, *Dal capitale leggero al capitale sottile: si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2002.
- DE CICCIO R. F., *Nuovi strumenti di finanziamento e ricerca di un equilibrio tra flessibilità e governo delle imprese*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1, 2006.
- DE FERRA G., *Le garanzie a favore degli obbligazionisti*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1959.
- DE LUCA N., *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Rivista di diritto civile*, 6, 2004.
- DEMEUR, *La part bénéficiaire confare-t-elle qualité d'associé?*, in *Rev. prat. soc.*, 1957.
- DE NOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L.Enriques-J.R. Macey, Creditor Versus Capital Formation: The Case Against The European Capital Rules)*, in *Riv. Soc.*, I, 2002.
- DESANA, *Le azioni ed il diritto di voto*, in AMBROSINI S. (a cura di), *La riforma delle società*, 2003
- DESIDERIO G., *L'attività bancaria (Fattispecie ed evoluzione)*, 2004.

DESIDERIO G., *L'attività bancaria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005.

DESIDERIO G., *La riforma del diritto societario e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003.

DI BIASE T. – MAGLIOCCO A., *Commento sub art. 25*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 1994.

DI PACE M., *Il conferimento di opere e servizi: questioni ancora aperte e possibili soluzioni*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, 10, 2003.

DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa ecc.*, 2004, I, 22.

DI SABATO, *Istituzioni di diritto commerciale*, Milano, 2006.

DI SABATO F., *Sui requisiti soggettivi degli esponenti bancari: profili di diritto societario*, in *Banca Borsa e tic. Cred.*, 1988, I.

DIMUNDO, *sub art. 2346*, in LO CASCIO (a cura di), *La riforma del diritto societario*, 2003.

DOMINICI C., *Il procedimento assembleare delle società a seguito della riforma del diritto societario*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5, 2004.

DONATIVI V. – RESTINO M., *Commento sub art. 25*, in BELLÌ F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I.

DU FAUX, *L'émission de parts bénéficiaires en cours d'existence de la société anonyme*, in *Rev. Not.*, 1988.

ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca Borsa ecc.*, 2, 2005.

ENRIQUES L., SCASSELLATI SFORZOLINI G., *Adeguamenti statutarî: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, 1, 2004.

ENRIQUES L., *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili*, in DE TILLA, ALPA, PATTI (a cura di), *Nuovo diritto societario*, 2003.

ENRIQUES L.-MACEY J.R., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. Soc.*, 2002.

- FACCHINI F., PEZZATO G., *Strumenti finanziari partecipativi esteri*, in *Corriere tributario*, 37, 2004.
- FAUCEGLIA G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Quaderni di giur. comm.* 2000.
- FERRAN E., *Company law and corporate finance*, Oxford University Press, 1999.
- FERRARINI, *Finanza e governo di impresa nella riforma del diritto azionario*, Cedif wp 2/2003, disponibile su www.cedif.org.
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in MONTAGNANI (a cura di) *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, Giuffrè, 2004 e in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I.
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, II, 2003.
- FERRI G. JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2002
- FERRI G., *I titoli di credito*, Torino, 1958.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, 1985.
- FERRI G., *Sul concetto di titolo di credito*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, I, 1956.
- FERRO LUZZI P. – CHIAPPETTA F., *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2005.
- FERRO LUZZI P. – MARCHETTI P., *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 31, 1993.
- FERRO LUZZI P., *L'attività bancaria*, in FERRO LUZZI P. – CASTALDI G. (a cura di) *La nuova legge bancaria*, 1996.
- FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I.
- FERRO LUZZI P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1963, I.
- FERRO LUZZI, *Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett.a, l. n. 262 del 2005)*, in *Riv. Soc.*, 1, 2007.
- FERRO LUZZI, *Le azioni di risparmio: vingt ans après*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.
- FITCH RATINGS LTD., *Hybrid Securities: Evaluating the Credit Impact – Revisited*, April 20, 2005, su www.fitchratings.com.
- FLORA P., VECCHIO C., *Alcune riflessioni sulle possibili conseguenze fiscali derivanti dalle novità introdotte dalla riforma del diritto societario in materia*

di azioni e di altri strumenti partecipativi, in *Bollettino tributario d'informazioni*, 7, 2003.

FORESTIERI G. – MOTTURA P., *Il sistema finanziario*, Milano, 1998.

FORESTIERI G., *Il nuovo diritto societario e le prospettive della finanza aziendale*, in BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, Giuffrè, 2002.

FOSCHINI M., *Considerazioni sulle relazioni svolte*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2, 2004.

FOSCHINI M., *Le azioni ordinarie e la tipicità sociale*, in *Rassegna giuridica dell'energia elettrica*, 4, 2005.

FRASCA F., *Nuovo diritto societario e intermediari bancari e finanziari*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003.

FRÈ G., *Le azioni senza valore nominale nelle società americane*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1927.

FRENI M.A., *Requisiti di professionalità e onorabilità*, in FERRO LUZZI P. – CASTALDI G. (a cura di) *La nuova legge bancaria*, 1996.

GAI L., *Lineamenti istituzionali e operativi dell'attività creditizia*, Torino, 2003.

GALANTI E., *La nuova disciplina degli assetti proprietari degli enti creditizi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1993.

GALGANO F. – GENGHINI R., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Volume XXIX, il nuovo diritto societario, Capitolo 5*, 2003.

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. III, Tomo 2, 1999.

GALGANO F., *Diritto Commerciale. Le società*, Bologna, tredicesima edizione, 2006.

GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 1997.

GAMBINO A. – SANTOSUOSSO D.U., *Società di Capitali*, Torino, 2007.

GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Riv. Soc.*, I, 2003.

GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002.

GERVASONI A. – SATTIN F., *Private equity e venture capital*, Milano, 2004.

GIACONIA M., RICCIARDI M., *Le categorie di azioni con particolari diritti e gli strumenti partecipativi ibridi*, in *Corriere Trib.*, 2004.

GIANNELLI A., *Commento sub articolo 2411, Commento sub articolo 2412, Commento sub articolo 2447-ter*, in NOTARI M. – BIANCHI LUIGI A. (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, in MARCHETTI P. – BIANCHI LUIGI A. – GHEZZI F. – NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*.

GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2006.

GINEVRA E., *La nuova disciplina del capitale sociale*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2, 2004.

GOULDING S., *Company Law*, London, 1999.

GROSSO P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, 10, 2003.

GROSSO P., *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003.

GUACCERO A., *La partecipazione del socio industriale nella società per azioni bancaria*, Milano, 1997.

HAMILTON R.W., *Corporations*, West Group – Black Letter Series, 1997.

HAMILTON R.W. (*Corporations, Including Partnership and Limited Liability Companies. Cases and Materials*, St. Paul, 1998

HANSEN, *Hybrid Securities: a study of securities which combine characteristics of both stocks and bonds*, in *New York University Law Quarterly Review*.

HENN H.G. – ALEXANDER J.R., *The Laws of corporations*, West Group - Hornbook Series, 1983.

IAVAGNILIO M., *Gli strumenti di finanziamento ibridi*, in *Corriere trib.*, 2003

JAEGER P., *Controllo e direzione nei gruppi bancari*, in *Banca impresa e società*, 1992.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato*, in *Giur. Comm.*, I, 2000.

JOHNSON C.J. McLAUGHLIN J., *Corporate finance and the securities laws*, New York, 1997.

KANTROWITZ I. & SLUTSKY S., *White on New York Corporations*, 13th ed., 1968.

LA LUMIA, *Il problema della libertà di emissione dei titoli di credito atipici o innominati*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 1942.

LA VILLA G., *Titoli rappresentativi di associazione in partecipazione*, in *Banche e Banchieri*, 1979.

LAMANDA C., *Disciplina delle autorizzazioni all'attività bancaria e delle partecipazioni al capitale delle banche*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995.

LAMANDA C., *La società per azioni bancaria*, Roma, 1994.

LAMANDINI M., *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. Comm.*, I, 1993.

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa*, I, 2003.

LAMANDINI M., *Capitale di rischio, capitale di credito e diritto di voto*, in *Banca Impresa e Società*, 2000.

LAMANDINI M., *I patrimoni "destinati" nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. Soc.*, 2003.

LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Riv. Società*, 2002.

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali - Le prospettive di riforma*, Il Mulino, Bologna, 2001.

LAMANDINI, *Perpetual Notes e obbligazioni a lunga e lunghissima durata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991.

LAUDONIO A., *Strumenti finanziari inerenti a patrimoni destinati ad uno specifico affare: ricostruzione di una categoria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2005.

LEMMA V., *"Mezzanine finance" nuova generazione di prestito subordinato?*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2007, 1.

LENER – TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Società*, 5, 2004.

LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I.

LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in CIAN G. (a cura di) *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, 2004.

LIBERTINI, *Del mutuo*, in Cendon (diretto da), *Comm. Cod. civ.*, IV, Torino, 1991

LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, Milano, 1980.

LIBONATI B., *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, n. 1-2-3, 2007.

LIBONATI B., *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005.

- LIBONATI, in *Operazioni anomale di finanziamento con emissione di titoli*, LIBONATI B – VISENTINI G. (a cura di), Milano, 1980.
- LIBONATI B., *Titoli atipici e non (i certificati di associazione in partecipazione)*, in *Banca Borsa tit. cred.*, I, 1985.
- LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999.
- LOLLI A., *Gli strumenti finanziari. Sub Artt. 2346-2354*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.
- LOLLI A., *sub art. 2526*, in MAFFEI ALBERTI A. (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.
- LOLLI A., *sub art. 2526*, in PAOLUCCI (a cura di), *Le società cooperative dopo la riforma, Appendice*, Padova, 2004.
- LUCARINI ORTOLANI D., *Banche e partecipazioni*, Milano, 1994.
- LUPOI A., *Strumenti di investimento nell'impresa*, in *Contratto e impresa*, 2007 fasc. 1, 2007.
- MACCARONE, *Riforma delle società e banche*, in *Dir. banc.*, I, 2003.
- MAGLIULO F., *L'assegnazione di partecipazioni sociali in misura non proporzionale al conferimento*, in *Notariato*, 6, 2003.
- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, IPSOA, 2004.
- MAJELLO U., *Commento sub artt. 115-120*, in BELLÌ F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003.
- MAIMERI F. (a cura di), *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza, Commento ai d.lgs. n. 37 e n. 310 del 2005*, 2006.
- MAIMERI, *Riforma del diritto societario e governance dell'impresa bancaria*, in AA.VV., *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di BONFANTI e FALCONE, Milano, 2004.
- MANGANO POMEPO, *Titolari di strumenti finanziari partecipativi e qualifiche penali*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 3-4, 2004.
- MANZONE B., *Partecipazioni al capitale delle banche*, in FERRO LUZZI P. – CASTALDI G. (a cura di) *La nuova legge bancaria*, 1996.
- MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto privato*, 4, 2003.
- MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in BONFANTI e FALCONE (a cura di), *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, 2004.

- MARCHETTI P., *Appunti sul regime transitorio delle partecipazioni al capitale di enti di credito*, in *Banca Borsa e Tit. di Cred.*, I, 1991.
- MARCHETTI P., *Banche, intermediari finanziari e partecipazioni*, in AA. VV., *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, I soggetti, Bologna, 2003.
- MARCHETTI P.G., *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.
- MARCHETTI P.G., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1994, I.
- MARTORANO, *Libertà di creazione dei titoli di credito e autonomia privata*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1978, I.
- MARTORANO, *Titoli di credito*, Milano, 1987.
- MAUGERI M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2004.
- MC CORMICK-CREAMER, *Hybrid corporate securities: international legal aspects*, London, Sweet & Maxwell, 1987.
- MC DERMOTT, *Legal Aspects of Corporate Finance*, New York, 1995.
- MEROI S., *La nuova normativa fiscale applicabile agli strumenti finanziari partecipativi e alle obbligazioni*, in *Diritto e pratica tributaria*, 1, 2006.
- MERUSI F., *Commento sub art. 2*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.
- MIGNOLI A., *Il capitale «versato e esistente» come limite all'emissione di obbligazioni*, in MIGNOLI A., *La società per azioni. Problemi – letture – testimonianze*, Milano, 2002.
- MIGNONE G., *Commento sesto comma [articolo 2346]*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, 2004.
- MIGNONE G., *Nuovi istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione*, in *Riv. Soc.*, 2006, I.
- MINERVINI, *Obbligazioni convertibili in azioni e opposizione*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I.
- MINERVINI, *Il vino vecchio negli otri nuovi*, in AA. VV., *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul Testo Unico in materia bancaria e creditizia*, 1995.
- MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I.
- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in Colombo – Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004.

MONTAGNANI, *Commento sub art. 2383*, in NOTARI M. – BIANCHI LUIGI A. (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, in MARCHETTI P. – BIANCHI LUIGI A. – GHEZZI F. – NOTARI M., *Commentario alla riforma delle società*.

MONTEFIORI M., *L'acquisizione di partecipazioni negli enti creditizi*, in *Banca, impr., soc.*, 1993.

MONTESANO, *Emissioni di obbligazioni: limite del capitale sociale e bilancio ex art. 2410 c.c.*, in *Le Società*, 1996.

MOODY'S, "Hybrid Securities: Debt or Equity?", August 1995.

MOSCO G. D., *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni "chiuse" e piccole e medie imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 5, 2004.

MOTTI C., *Commento agli art. 20 e 21*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003, I.

MOTTI, *Nuove norme in tema di partecipazioni al capitale di enti creditizi*, in AA. VV., *Diritto antitrust italiano*, a cura di FRIGNANI, PARDOLESI, PATRONI GRIFFI, UBERTAZZI, II, 1993.

MUCCIARELLI F.M., *L'autorizzazione all'acquisto di partecipazioni al capitale delle banche*, in RAZZANTE R. – LACAITA L., *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, Torino, 2006.

MUSCOLO G., *Le nuove regole in materia di spa. La struttura finanziaria delle spa e gli apporti al capitale: categorie di azioni e strumenti finanziari introdotti dal nuovo diritto societario*, in *Atti del convegno Paradigma Il nuovo diritto societario nella evoluzione normativa e nella prassi applicativa*, 2003.

NICCOLINI G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1988.

MARTINA G., *Commento sub art. 56*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003.

NIUTTA A., *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento del diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fasc. 1-3, 2006.

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, *Atti del convegno Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese*, Firenze, 16 novembre 2002, reperibile sul sito www.notarlex.it, 2002.

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2003.

NOTARI M., *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1/2003.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, Giuffrè, 2004.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi nella riforma delle società*, in *Studi sulla riforma del diritto societario*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 1/2004, Milano, Giuffrè, 2004.

NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura societaria della s.p.a.*, in *Le Società*, I, 2005.

NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle Società. Manuale breve*, Milano, 2005.

NUZZO, *La separatezza tra banca e industria*, in AA.VV., *La nuova disciplina bancaria*, a cura di MORENA – NUZZO, 1996.

NUZZO A., *Le ragioni dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo della società per azioni*, in VISENTINI (a cura di) *Riforma delle società in Italia*, Quaderni dell'Archivio Ceradi, 2004.

OFRIA F., *Rapporto Banca-Impresa: attualità del pensiero di Luigi Einaudi*, in *Banche e banchieri*, 1998.

OLIVIERI G., *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Rivista di diritto civile*, 2, 2004.

OPPO G., *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, I.

OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 1987.

OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*.

OPPO, *Diritto cambiario, diritto cartolare, diritto comune: una discussione sul titolo di credito*, in *Riv. Dir. Civ.*, II, 1979.

OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2004.

PACIELLO A., *La struttura finanziaria delle società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2002.

PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca Impresa e società*, 2006, 2.

PANTÈ F.G. – QUATRARO G., *Azioni obbligazioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2004.

PARRELLA L., *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Diritto della Banca e del Merc. Fin.*, 2006.

PATRIARCA S., *C'è un futuro per le prestazioni accessorie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 3, 2004.

PATRONI GRIFFI A., *Commento all'art. 19*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003.

PATRONI GRIFFI A., *Il testo unico: profili di diritto societario*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di RISPOLI FARINA M., Napoli, 1995.

PATRONI GRIFFI A., *L'acquisizione di azioni o quote di enti creditizi. Note esegetiche e rilievi sistematici*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di FRIGNANI A., PARDOLESI R., PATRONI GRIFFI A., UMBERTAZZI L.C., II, Bologna, 1993.

PATRONI GRIFFI A., *La partecipazione al capitale e il controllo degli enti creditizi*, in AA. VV., *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di Morera e Nuzzo, Milano, 1996.

PATRONI GRIFFI A., *Nuove norme in materia di partecipazione al capitale di enti creditizi*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di FRIGNANI A., PARDOLESI R., PATRONI GRIFFI A., UMBERTAZZI L.C., II, Bologna, 1993.

PAVONE LA ROSA A., *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 3, 2003.

PAVONE LA ROSA A., *La disciplina della grande impresa tra disciplina della struttura societaria e disciplina del mercato finanziario*, in *Giur. Comm.*, I, 1999.

PAVONE LA ROSA A., *Titoli atipici e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982.

PELLEGRINI C., *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. Banca e Merc. Fin.*, 2005.

PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003.

PELLEGRINI M., *La separatezza banca-industria*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *L'ordinamento finanziario italiano*, 2005.

PERADOTTO G., *Gli apporti di risorse nelle società di capitali: le esigenze economico-finanziarie delle imprese e le risposte offerte dal diritto societario riformato*, in *Giurisprudenza piemontese*, 3, 2003.

PERASSI M., *Le autorità e i poteri di vigilanza nel testo unico*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, I, 1995.

- PERASSI M., *Commento all'art. 7 del d.p.r. 350/85*, in CAPRIGLIONE F. – MEZZACAPO V. (a cura di), *Codice commentato della banca*, 1990.
- PERUGINO S., *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 8, 2004.
- PESCATORE, *L'impresa societaria a base capitalistica*, in BUONOCORE (a cura di) *Manuale di diritto commerciale*, V. ed., 2004.
- PETTITI D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.
- PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, II, 2003.
- POPOLI A. – TOLINO C., *Banca e Industria*, in RAZZANTE R. – LACAITA L., *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, Torino, 2006.
- PORTALE G. B., *"Prestiti subordinati" e "Presiti irredimibili" (Appunti)*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, I, 1996.
- PORTALE G. B., *La riforma societaria: aspetti sostanziali*, in *Corriere giuridico*, 12, 2003.
- PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002.
- PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito* in AA.VV., *Ricapitalizzazione delle banche*, Milano, 1983.
- PORTALE, *Osservazioni sullo schema di decreto delegato (approvato dal governo in data 29-30 settembre 2002) in tema di riforma delle società di capitali*, in *Riv. Dir. priv.*, 2002.
- PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in BONELLI e altri (a cura di) *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998.
- PORZIO, *La raccolta del risparmio: la disciplina dell'emissione di obbligazioni e titoli di deposito delle banche*, in MEZZACAPO (a cura di), *Studi sulla nuova legge bancaria*, Roma, 1994.
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1993.
- PRESTI G., *La riforma e le società quotate*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fasc. 1, 2004.
- RABITTI BEDOGNI C., *Azioni strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in AA.VV. *La riforma del diritto societario e le banche, Nuovi modelli, nuovi strumenti: opportunità e criticità*, ABI, 2003.
- RABITTI BEDOGNI C., *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. della Banca e del Mer. Fin.*, 2003.

RAGUSA MAGGIORE, *Le banche e la legge 10 ottobre 1990, n. 287*, in *Dir. Fall.*, I, 1991.

RAZZANTE R. – LACAITA L., *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, Torino, 2006.

RESCIGNO M., *Gli strumenti finanziari di S.p.A., pluralità della fattispecie e coordinamento della disciplina*, in *Giur. Comm.*, 2005.

RIGHINI A., *I conferimenti d'opera e servizi nelle società di persone e di capitali: alcune riflessioni traibili dal nuovo art. 2500 quater c.c.*, in *Contratto e impresa*, 3, 2005.

RISPOLI FARINA M., *Nuova struttura finanziaria delle S.p.A. e sistema bancario e finanziario*, in AA.VV., *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, a cura di BONFANTI e FALCONE, Milano, 2004.

ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, Washington D.C., 1993.

RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, I, 2007.

RORDORF R., *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite*, in *Società*, 1995.

RUGGIERO C., *Gli strumenti finanziari*, in *I Contratti*, 2005, 5, 497.

RUSSO, *Sulla qualificazione imprenditoriale dell'attività bancaria*, Milano, 2002.

SALAFIA V., *Gli amministratori e i sindaci nominati dallo stato o dagli enti pubblici*, in *Società*, 2001.

SALAFIA V., *La garanzia per l'emissione di prestito obbligazionario eccedente il limite del capitale*, in *Le Società*, 1997.

SALAFIA V., *L'intervento nell'assemblea della s.p.a. e della s.r.l.*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, 6, 2004.

SALAFIA V., *Titoli di partecipazione e titoli di debito*, in *Le Società*, n. 3, 2004.

SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari" [art. 2447-bis, 1° comma, lett. a), c.c.]* in *Giurisprudenza commerciale*, 2, 2006.

SALANITRO N., *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in ABBADESSA P., PORTALE G.B. (diretto da), *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007.

SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998.

SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998.

SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca Borsa ecc.*, 2004.

SALERNO, *Commento sub art. 53 T.u.b.*, in BELLI F., CONTENTO G., PATRONI GRIFFI A., PORZIO M., SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Commentario*, I, 2003.

SANGIORGIO G., *Le autorità creditizie e i loro poteri*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, n. 27, Roma, 1992.

SANTAGATA G., *Strumenti finanziari partecipativi a specifici affari e tutela degli investitori in patrimoni destinati*, in *Banca Borsa ecc.*, 3, 2005.

SANTONI G., *Commento sub art. 24*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

SANTORO V., *Il coordinamento del testo unico bancario con la riforma delle società. Due profili problematici: gli assetti proprietari e l'indipendenza degli esponenti aziendali*, in *Dir. banc.*, I, 2005.

SANTORO V., sub 2346, in SANDULLI M. E SANTORO V. (a cura di) *La riforma delle società*, Torino, 2003.

SANTOSUOSSO D. U., *La riforma del diritto societario – Autonomia privata e norme imperative nei d.leg. 17 gennaio 2003 n. 5 e 6*, Milano, 2003.

SARALE, *Commento sub artt. 2410 e 2411*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, 2004.

SARALE M., *Commento sub artt. 2412-2413*, in COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P. (diretto da), *Il nuovo diritto societario, d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, 2004.

SARALE, *Azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari*, intervento alla giornata di studi *Riforma del diritto societario: riflessi sulle società partecipate da enti pubblici*, Torino, 20-21 ottobre 2003, reperibile sul sito www.finpiemonte.it.

SASSO C., *La nota integrativa nella riforma della società*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2, 2005.

SCIUMBATA G., *Società, banche ed intermediazione finanziaria: norme di coordinamento*, Milano, 2004.

SEPE M., *Divieto della raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti non bancari e le sue eccezioni nella normativa comunitaria*, in CAPRIGLIONE F., (a cura di), *Diritto Bancario Comunitario*, 2002.

SEPE M., *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, Bari, 2004.

SEPE M., *Nuovo diritto societario e partecipazioni al capitale delle banche*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, 2003.

SERRA, *Commento sub art. 23*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

SIGNORELLI, F., *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari*, GIUFFRÈ, 2006.

SIRONI A. – IANNOTTA G., *Il mezzanine finance*, in FORESTIERI (a cura di), *Corporate e investment banking*, Milano, 2001.

SPADA P., *Cariche in società o enti per le quali la nomina è riservata allo stato*, *Riv. dir. privato*, 2002.

SPADA P., *I titoli di credito*, in *Rivista di diritto civile*, 6, 2006.

SPADA P., *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi (impresa-corporation e provvista del capitale di credito)*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, fasc. 2, 2004.

SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *La riforma del diritto societario. Le riflessioni del notariato*, Studi e materiali, *Quaderni del Cons. Naz. Del Notariato*, Suppl. al fasc. 2/2004, Milano, 2004.

SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. Not.*, 2004, I, 9.

SPADA, *Fattispecie e disciplina cartolari*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II

SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II.

SPADA P., *La tipicità della società*, Padova, 1974.

SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in RESCIGNO M., SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il nuovo diritto delle società di capitali e società cooperative*, Milano, Giuffrè, 2004.

SPOLIDORO M.S., *Voce "Capitale Sociale"*, in *Enc. Dir.*, aggiornamento IV, Milano, 2000.

SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir banc. merc. fin.*, 2003.

STAGNO D'ALCONTRES, *Commento sub articolo 2346, Commento sub articolo 2351*, in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli 2004.

STAGNO D'ALCONTRES, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999.

STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, 1992.

STAGNO D'ALCONTRES, voce *Le obbligazioni*, in *Enciclopedia del diritto*, VI, 2002.

STELLA RICHTER M. JR., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina degli «ibridi» bancari e assicurativi*, in *Banca Impresa e Società*, 2002.

SZEGO B., *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 7-9, 2005.

TAMI A. (a cura di), *Le nuove modalità di finanziamento dell'impresa dopo la riforma societaria: gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 4, 2004.

TARABUSI M., *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali. Esiste ancora il sistema del netto*, in *Giur. Comm.*, 4, 2007.

TASSINARI F., *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in CACCAVALLE, MAGLIULO, MALTONI, TASSINARI, *La riforma delle società a responsabilità*, Milano, 2004.

TERRANOVA, *Titoli di partecipazione e mercati finanziari (Appunti)*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2005.

THE COMPANY LAW REVIEW STEERING COMMITTEE, *Modern Company Law for a Competitive Economy, The Strategic Framework, Consultation Document*, Febbraio 1999.

TIDU A., *Commento sub art. 21*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle Società*, I, 2004.

TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Firenze, 1999.

TOMBARI, *Gli strumenti finanziari nella riforma delle società di capitali*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006.

TOMBARI, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli “strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi” (art. 4, sesto comma, lett. C)*, in *Atti del convegno di Firenze*, 2 giugno 2000, reperibile sul sito www.associazionepreite.it, 2000.

TOMBARI, *Strumenti finanziari «partecipativi» (art. 2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 2006.

TROIANO V., *Commento sub art. 11*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II Ed.

TROIANO V., *La disciplina della raccolta del risparmio del d.lgs. n. 481 del 14 dicembre 1992*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria*, 1993.

TROIANO V., *Le banche e gli intermediari finanziari*, in Capriglione F. (a cura di), *Diritto delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati*, Bari, 2003.

TROIANO V., *Partecipazioni qualificate al di fuori del campo finanziario*, in AA. VV., *Diritto bancario comunitario*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, Torino, 2002.

TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti*, Milano, 2003.

VALENSISE P., *Commento sub art. 2409-sexiesdecies*, in SANDULLI M. E SANTORO V. (a cura di) *La riforma delle società*, Torino, 2003.

VELLA, *Il nuovo diritto societario e la "governance" bancaria*, in *Banca, impresa, società*, 2003.

VISENTINI B., voce «Azioni», in *Enc. Dir.*, Milano, IV, 1959.

VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, 2006.

VISENTINI, *Disciplina delle società e legislazione bancaria*, Milano, 1971.

WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in BENAZZO, PATRIARCA, PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, Giuffrè, 2002.

ZANONI A., *Commento sub articolo 2346, Commento sub articolo 2351*, in FAUCEGLIA G. SCHIANO DI PEPE G. (Diretto da) *Codice Commentato delle S.p.A.*, Utet, Torino, 2007.

ZOPPINI A., *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004.